



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Grado

### LA FASE PRELIMINAR EN LA FUSIÓN TRANSFRONTERIZA INTRACOMUNITARIA CON INTERVENCIÓN DE UNA SOCIEDAD COTIZADA

PRELIMINARY PHASE IN A CROSS-BORDER MERGER WITH  
THE INTERVENTION OF A LISTED COMPANY

Autor

**Cristina Sanjuán Rodrigo**

Director

**Esther Hernández Sainz**

Facultad de Derecho

2019/2020

## INDICE

<b>ABREVIATURAS .....</b>	<b>2</b>
<b>I. INTRODUCCIÓN. ....</b>	<b>4</b>
1. CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO DE FIN DE GRADO.....	4
2. RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DE SU INTERÉS. ....	4
3. METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL DESARROLLO DEL TRABAJO. ....	6
<b>II. APROXIMACIÓN GENERAL A LA FUSIÓN TRANSFRONTERIZA INTRACOMUNITARIA.....</b>	<b>7</b>
1. LA FUSIÓN TRANSFRONTERIZA INTRACOMUNITARIA: CONCEPTO Y RELEVANCIA PRÁCTICA PARA LAS SOCIEDADES ESPAÑOLAS.7	
2. MARCO REGULATORIO APLICABLE A LA FUSIÓN TRANSFRONTERIZA. ....	10
3. TIPOS DE FUSIÓN TRANSFRONTERIZA Y FASES ESENCIALES DEL PROCEDIMIENTO.....	14
<b>III. LOS TRATOS PRELIMINARES CONDUCENTES A LA REDACCIÓN DE UN PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN TRANSFRONTERIZA.....</b>	<b>16</b>
1. ATIPICIDAD Y FLEXIBILIDAD EN LA CONFIGURACIÓN DE LA FASE PRELIMINAR. ....	16
2. LA TRASCENDENCIA DE LA FASE PRELIMINAR EN EL PROCESO DE FUSIÓN. ....	17
3. SUJETOS LEGITIMADOS PARA ENTABLAR Y CONDUCIR LAS NEGOCIACIONES. ....	19
4. EL PRINCIPIO GENERAL DE ACTUACIÓN DE BUENA FE COMO PRINCIPIO RECTOR Y OTROS DEBERES INHERENTES EN EL DESARROLLO DE LA FASE DE TRATOS PRELIMINARES. ....	20
5. ACUERDOS, PROCEDIMIENTOS Y PROTOCOLOS QUE PUEDEN CONFORMAR LA FASE DE TRATOS PRELIMINARES.....	22
5.1 <i>Acuerdos preliminares que tienen por objeto exclusivo regular el proceso de negociación en la fase preliminar.</i>	22
5.2 <i>El proceso de Due Diligence.</i> .....	22
5.3 <i>Preacuerdos sobre concretos contenidos del futuro proyecto.</i> .....	24
6. DIFUSIÓN PÚBLICA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, CONFIDENCIALIDAD Y MEDIDAS DE SALVAGUARDA DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA DERIVADAS DE LA INTERVENCIÓN DE UNA SOCIEDAD COTIZADA EN EL PROCESO DE FUSIÓN.....	26
6.1 <i>La colisión entre el interés general en la plena transparencia y el legítimo interés de las sociedades participantes en la fusión a la confidencialidad durante el desarrollo de la operación.</i> .....	26
6.2 <i>El concepto de información privilegiada y la fusión.</i> .....	27
6.3. <i>La lícita utilización de información privilegiada en la fase preliminar de la fusión</i> .....	31
6.4. <i>El deber de difusión inmediata de información privilegiada y sus excepciones durante la fusión.</i> .....	32
6.5 <i>Incumplimiento y sanciones</i> .....	38
7. MODIFICACIÓN E INCUMPLIMIENTO DE LO ACORDADO EN LA FASE PRELIMINAR. ....	38
8. EL FRACASO DE LOS TRATOS PRELIMINARES.....	40
8.1. <i>Finalización de la negociación de común acuerdo.</i> .....	41
8.2. <i>Ruptura unilateral injustificada de las negociaciones y la posible exigencia de responsabilidad.</i> .....	41
<b>IV.CONCLUSIONES (NO HECHO).....</b>	<b>44</b>
<b>V. REFERENCIAS FINALES.....</b>	<b>49</b>
<b>VI. ANEXOS .....</b>	<b>52</b>

## ABREVIATURAS

<b>AA.VV.</b>	Autores Varios
<b>art(s)</b>	artículo(s)
<b>AEVM</b>	Autoridad Europea de Valores y Mercados
<b>BOE</b>	Boletín Oficial del Estado
<b>CC</b>	Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil
<b>cit.</b>	citado
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>CP</b>	Código Penal
<b>Coord./s.</b>	Coordinador/ores
<b>DAM</b>	Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)
<b>DD</b>	<i>Due Diligence</i>
<b>Dir. (s)</b>	Director(es)
<b>Directiva UE 2017/1132</b>	Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre determinados aspectos del Derecho de Sociedades
<b>Directiva UE 2019/2121</b>	Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas
<b>Directiva 2005/56/CE</b>	Directiva 2005/56 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, sobre fusiones transfronterizas de las sociedades de capital
<b>Directiva 2014/57/UE</b>	Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado
<b>DOUE</b>	Diario Oficial de la Unión Europea
<b>DCFR</b>	Draft Common Frame of Reference
<b>ed.</b>	edición
<b>EEE</b>	Espacio Económico Europeo
<b>Ley 1/2012</b>	Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.
<b>LME</b>	Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles.
<b>nº</b>	número
<b>OPA</b>	Oferta Pública de Adquisición de Acciones
<b>p.</b>	página
<b>pp.</b>	páginas
<b>RAM</b>	Reglamento nº 596/2014 de la Unión Europea sobre Abuso de Mercado
<b>PECL</b>	Principios de Derecho Europeo de los Contratos
<b>Reglamento UE 2016/1055</b>	Reglamento de Ejecución 2016/ Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1055 de la Comisión, de 29 de junio de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las modalidades técnicas de la difusión pública adecuada de información privilegiada y del retraso de la difusión pública de información privilegiada de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.
<b>Reglamento UE 2016/347</b>	el Reglamento de Ejecución UE 2016/347 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas.
<b>RD 1362/2007</b>	Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.
<b>SE</b>	Sociedad Anónima Europea

<b>ss.</b>	siguientes
<b>t.</b>	tomo
<b>TFUE</b>	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>vol.</b>	volumen
<b>TRLMV</b>	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.



## I. INTRODUCCIÓN.

### 1. Cuestión tratada en el trabajo de fin de grado.

En un entorno empresarial cada vez más competitivo y cambiante, la internacionalización, las economías de escala y la capacidad de ofrecer productos adaptados a los cambios tecnológicos, hace que las empresas recurran a la fusión como técnica jurídica o procedimiento que permite la concentración empresarial. A escala comunitaria, la fusión transfronteriza se presenta, junto con la OPAs como un procedimiento muy eficiente, *a priori*, para proceder a la adquisición de una empresa. No obstante, la concentración no es la única función a la que puede servir la fusión, ya que es una técnica jurídica neutra que puede actuar como un excelente instrumento para la reestructuración y racionalización de grupos empresariales o para articular la movilidad transfronteriza de las empresas, facilitando el ejercicio de la libertad de establecimiento que consagra el art. 49 TFUE, e incluso como mecanismo para el saneamiento de empresas en crisis. En todo caso, es una operación compleja en cuya regulación confluyen normas provenientes del Derecho de sociedades - esencialmente la Directiva UE 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades<sup>1</sup> (en adelante Directiva UE 2017/1132) y la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles<sup>2</sup> (en adelante LME)-, junto con normas propias del Derecho de la competencia, del Derecho tributario e incluso del Derecho del mercado financiero, si en la fusión interviene una sociedad cotizada.

Este trabajo tiene por objeto analizar la fase preliminar de la fusión transfronteriza intracomunitaria, cuando interviene en ella una sociedad cotizada, alguna de las sociedades participantes es española y la fusión no tiene por finalidad la constitución de una sociedad europea. Se trata de un estudio acotado a las primeras negociaciones y pactos previos que concluyen con la redacción del proyecto de fusión que será el eje central del procedimiento. Por ello, analizaremos la trascendencia que tiene esta fase dentro del proceso de fusión, así como las partes legitimadas para conducir las negociaciones. Partes que acomodarán su actuación a una serie principios y compromisos para no frustrar estos tratos preliminares y salvaguardar el interés de la fusión. Además, y dado que interviene una sociedad con valores admitidos a negociación en un mercado secundario regulado de la Unión Europea, habrá que ponderar el interés general público en la plena transparencia (*full disclosure*) con la salvaguarda de los intereses privados de los emisores en mantener secretos los términos de la operación. Finalmente, se abordarán las posibles consecuencias derivadas de la inobservancia de las normas que rigen esta materia.

### 2. Razón de la elección del tema y justificación de su interés.

Las fusiones transfronterizas intracomunitarias son operaciones de gran utilidad práctica y recurrentes por parte de las empresas, pese a que entrañan una enorme complejidad. Como muestran las tablas 1 y 2, se trata de un fenómeno en tendencia creciente frente a las fusiones

<sup>1</sup> DOUE n° L 169/46 de 30 de junio de 2017.

<sup>2</sup> BOE de 04 de abril de 2009.

extracomunitarias<sup>3</sup>. Las razones son diversas, pero entre otras detectamos la cercanía geográfica de las sociedades y la existencia de una normativa armonizada a nivel europeo que facilita estas operaciones frente a las extracomunitarias.

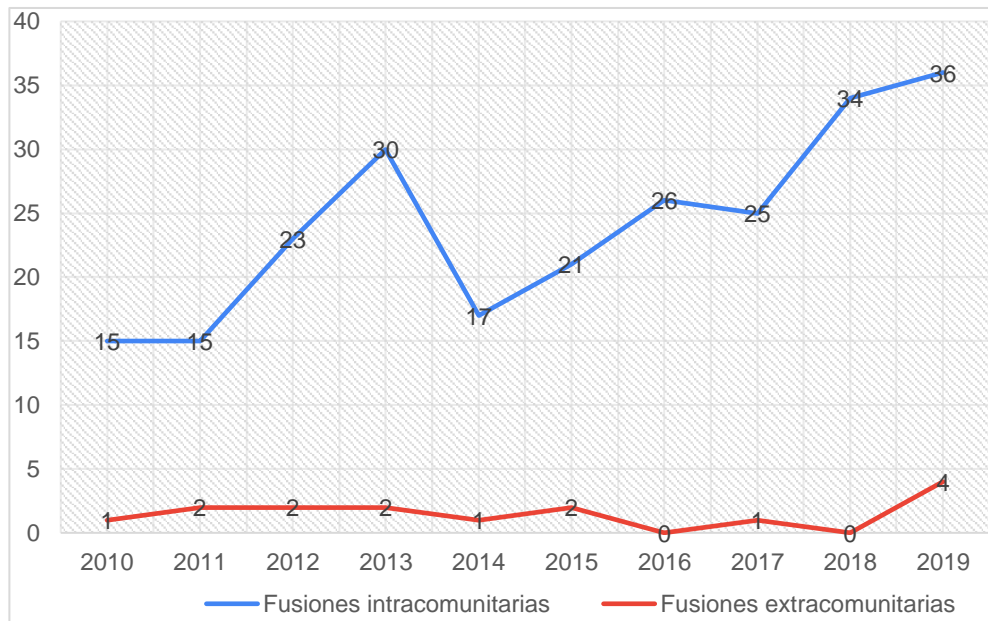


Tabla 1. Evolución de las fusiones transfronterizas intracomunitarias frente a las extracomunitarias en los últimos 10 años.

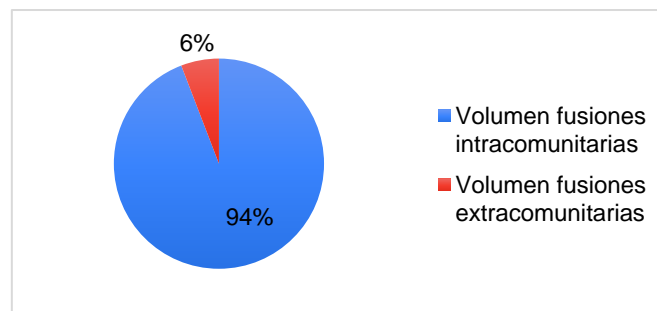


Tabla 2. Volumen total de fusiones transfronterizas intracomunitarias frente a las extracomunitarias en los últimos diez años.

Además, la doctrina mayoritaria destaca la importancia<sup>4</sup> de la fase preliminar en estas operaciones, por ser el punto de arranque del proceso. Pese a su relevancia, se observa como en torno a dicha

<sup>3</sup> Ambas tablas recogen datos que han sido recopilados desde enero de 2010 hasta diciembre del 2019. En este periodo se efectuaron un total de 257 fusiones transfronterizas de las que 242 fueron intracomunitarias frente a 15 extracomunitarias. Además, según la tendencia observada, gran parte de las fusiones se efectúan de cara al cierre del año. Parece que las razones que llevan a efectuar a las empresas estas operaciones en ese momento pueden ser, por ejemplo, por motivos de simplicidad, al contar éstas con los balances.

<sup>4</sup> La generalidad de los expertos, teóricos y prácticos sobre la fusión de sociedades coinciden en reconocer la relevancia de la correcta preparación de una fusión de sociedades, véase, por todos, LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles Fase Preliminar, Proyecto de Fusión e Informes*, Aranzadi, Cizur Menor, 2000, p. 33 anota que “el éxito de una sociedad depende, en gran medida, del modo en que se lleven a cabo las actividades integrantes de la mencionada etapa previa”.

fase, existe un «vacío legal» deseado por el legislador, tanto en la Directiva UE 2017/1132 como la LME. De ahí la importancia de su estudio.

Desde la perspectiva doctrinal, es cierto que existen trabajos relevantes sobre la fase preliminar de la fusión, pero centrados únicamente en las fusiones de ámbito nacional, observándose una cierta desatención de estas mismas cuestiones en el plano transnacional. Aun son menos los trabajos que atienden a la específica problemática que plantea esta fase, cuando interviene una sociedad cotizada sobre la que pesan estrictos deberes de transparencia. Todas estas razones y su indudable utilidad práctica avalan el interés de un estudio centrado en la fase preliminar de la fusión transfronteriza con participación de una sociedad cotizada.

### 3. Metodología seguida en el desarrollo del trabajo.

El estudio de cualquier institución o figura jurídica implica una toma de postura con relación al método o métodos que se van a utilizar. La investigación del Derecho positivo vigente sobre fusiones transfronterizas intracomunitarias con intervención de sociedad cotizada debe basarse en una actitud abierta al pluralismo metodológico. A partir de esta premisa, se han empleado distintos métodos con el objetivo de conseguir una mejor comprensión de la norma y sus relaciones con la realidad práctica normada. Se ha partido de una observación atenta de la realidad con la finalidad de conocer la relevancia de las fusiones transfronterizas en las que haya participado al menos una sociedad española. Para ello se elaboró un pequeño estudio de campo a fin de obtener información que constatará la importancia y complejidad de esta técnica jurídica y los problemas que plantea, observando la evolución de las fusiones transfronterizas a lo largo de los últimos diez años y sus principales rasgos. Esta tarea no ha resultado sencilla, pues no se publican datos exactos por el Registro Mercantil Central o por el INE. La forma de acceder a estos datos fue a través de la sección II del BORME en la que se publican los anuncios y avisos legales de las sociedades inscritas en los Registros mercantiles españoles. A partir de las convocatorias de las juntas para aprobar una fusión y de los anuncios de fusión, una vez adoptado el acuerdo, la información que se obtuvo se clasificó atendiendo a diversos criterios: año de la fusión, nacionalidad de las sociedades participantes en la fusión, si la operación era por absorción o por creación de una nueva sociedad, si se buscaba la reestructuración de empresas pertenecientes al mismo grupo o la concentración empresarial y si, en dicha operación, intervenía o no una sociedad cotizada. Consideramos que los datos extraídos son *grossa modo* fiables y exactos para nuestro trabajo, ya que la mayor parte de las sociedades implicadas en una fusión dan publicidad al acuerdo adoptado en Junta a través del BORME y no mediante la comunicación individual a cada uno de los socios y acreedores que permite como alternativa el art. 43.2 LME, ya que resultaría muy costoso. Hemos acotado la búsqueda a los últimos diez años, para poder evaluar someramente el impacto de la Directiva en las fusiones transfronterizas, así como de los fenómenos económicos, sociales y culturales acaecidos en dicho periodo de tiempo sobre las variables de estudio.

Además de efectuarse este estudio de campo, se han seguido muy de cerca dos procedimientos reales que encajan dentro del objeto de este trabajos. En el ámbito bancario, seguí de cerca la fusión

<sup>5</sup> Se han incluido como Anexos de este trabajo por si el Tribunal estima oportuna su consulta.

transfronteriza intracomunitaria por absorción de BNP PARIBAS ESPAÑA S.A (sociedad absorbida) por su matriz francesa BNP PARIBAS SA (sociedad absorbente). Por otro lado, también he prestado atención a la fusión transfronteriza intracomunitaria del Grupo MEDIASET, en la que Mediaset S.p.A. y Mediaset España Comunicación, S.A van a ser absorbidas por Mediaset Investment N.V. (DutchCo), una filial directa e íntegramente participada por Mediaset, constituida en los Países Bajos, que pasará a denominarse MFE. Estas dos operaciones han servido, en muchas ocasiones de ejemplo, para conocer y contrastar cómo se resuelven en la práctica ciertos problemas que son objeto de discusión teórica y que se han ido recogiendo a lo largo de este trabajo.

Atendida la importancia real de estas operaciones y conocidas sus principales características en la práctica, se procedió a realizar un estudio normativo que parte de la Directiva UE 2017/1132. Conviene advertir ya aquí que, en el curso del trabajo, se ha producido una importante modificación de la regulación de las fusiones transfronterizas a través de la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva UE 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas<sup>6</sup> (en adelante Directiva UE 2019/2121). Luego todas las referencias a la Directiva UE 2017/1132 deben entenderse hechas al texto vigente tras la modificación operada por la Directiva UE 2019/2121, en vigor desde el pasado 1 de enero de 2020. También ha sido necesario un estudio minucioso de la regulación en la UE de los deberes de divulgación de información privilegiada y sus excepciones. Este análisis se ha completado con un estudio exhaustivo de la correlativa regulación española aplicable a las fusiones transfronterizas.

La ausencia de una regulación detallada, en conexión con el carácter secreto con que tiene lugar esta fase preliminar ha hecho necesario un estudio profundo de las aportaciones doctrinales existentes en la materia y no siempre coincidentes. Ha resultado muy interesante comparar los distintos puntos de vista que ofrecen los autores, así como las diferentes soluciones que nos encontramos en la realidad de tráfico mercantil.

## **II. APROXIMACIÓN GENERAL A LA FUSIÓN TRANSFRONTERIZA INTRACOMUNITARIA.**

### **1. La fusión transfronteriza intracomunitaria: concepto y relevancia práctica para las sociedades españolas.**

En este apartado nos limitaremos a presentar brevemente los elementos clave que definen el concepto fusión transfronteriza intracomunitaria, a partir tanto de la normativa de la UE como de la normativa española fruto de su transposición, con el fin de enmarcar debidamente nuestro estudio.

En primer lugar, el concepto de fusión transfronteriza intracomunitaria se desprende de los arts.118 y 119 de la vigente versión de la Directiva UE 2017/1132. En este sentido, el elemento clave es la intervención de sociedades sometidas a la legislación de Estados miembros diferentes. Según el art. 118, la normativa de la Unión sobre fusiones transfronterizas es aplicable solo si los sujetos intervinientes en la fusión son “sociedades de capital constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro y que tengan su domicilio social, su centro de efectiva administración o su

<sup>6</sup> DOUE n° L 321/1 de 12 de diciembre de 2019.

principal establecimiento dentro de la Comunidad, si al menos dos de ellas están sujetas a la legislación de Estados miembros diferentes”. Esta definición debe completarse con el anexo II de la Directiva, al que nos dirige su art. 119, y en el que se recogen los tipos de sociedad de capital a los que resulta de aplicación esta regulación.

Por otro lado, la normativa española recoge en el art. 54 de la LME, un concepto de fusión transfronteriza más amplio que aquel de la Directiva, pues permite que los sujetos intervinientes en la fusión sean sociedades de capital constituidas “de conformidad con la legislación de un Estado parte del Espacio Económico Europeo y cuyo domicilio social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro del EEE, cuando, interviniendo al menos dos de ellas sometidas a la legislación de Estados miembros diferentes, una de las sociedades que se fusionen esté sujeta a la legislación española”. Por tanto, la normativa española no se refiere solo a Estados miembros de la UE, sino también a Estados parte del EEE (por ejemplo, Noruega, Islandia, Liechtenstein forman parte del EEE, pero no de la UE...).

Las fusiones transfronterizas con intervención de una sociedad española han venido aumentando en la última década como puede apreciarse en la tabla 3.

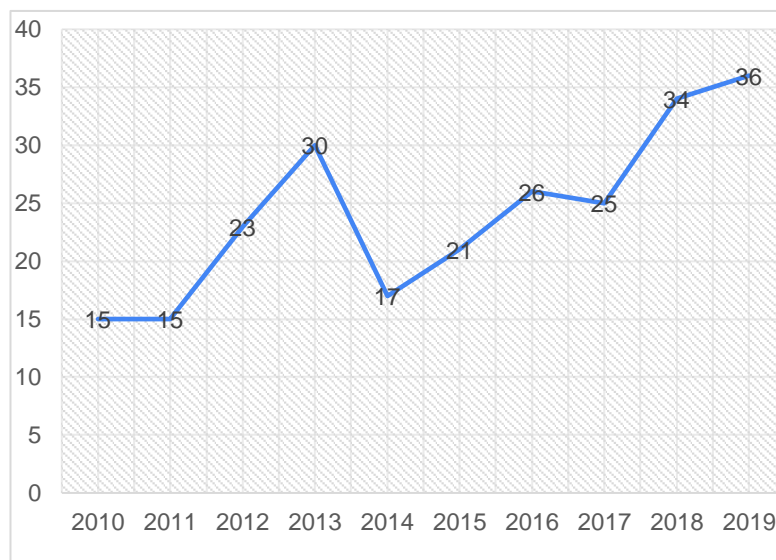


Tabla 3. Evolución de las fusiones transfronterizas intracomunitarias en los últimos 10 años.

Los datos que se analizaron partieron del año 2010 (a partir de la aprobación de la LME). A partir de ese momento se observa un ascenso en el número de fusiones hasta el año 2013, pero a continuación decrece, pensamos que fruto de la crisis económica que asoló no solo España sino Europa entera y, finalmente, se observa un fuerte crecimiento en estas operaciones en el periodo de salida de la crisis, llegando en 2019 a efectuarse 36 fusiones transfronterizas intracomunitarias.

Otra de las variables de interés que se analizó en el estudio de campo, fue la nacionalidad de la sociedad absorbente dominante, con la que concurre una sociedad española en los últimos 10 años. Se observa (tabla 4) que las sociedades absorbentes tienen, con frecuencia, su domicilio social en

Países Bajos (21%), Luxemburgo (21%), Alemania (17%) o Reino Unido (15%). Una posible explicación a esta tendencia radicaría en las ventajas fiscales que ofrecen estos países<sup>7</sup>.

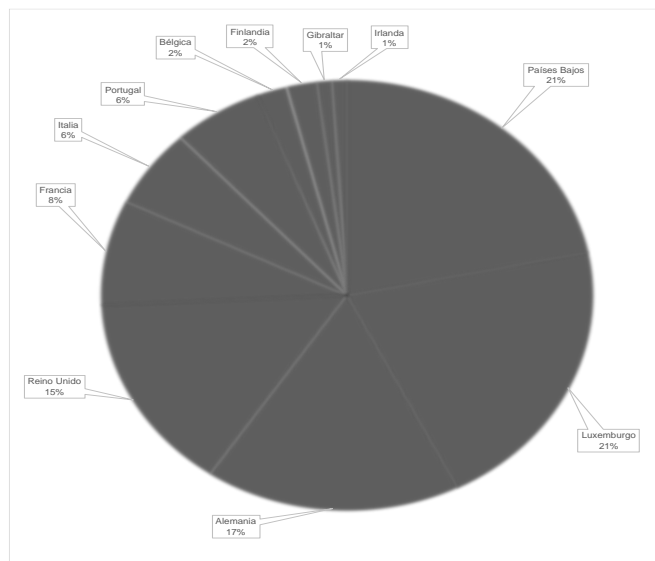


Tabla 4. Nacionalidad de la sociedad absorbente en una fusión transfronteriza intracomunitaria en los últimos diez años.

Por otro lado, en cuanto a la intervención de sociedades cotizadas, se observó que, en las 242 fusiones transfronterizas intracomunitarias analizadas, un 24% de las sociedades participantes eran cotizadas. Este porcentaje se reduce a un 17% si analizamos en exclusiva las fusiones extracomunitarias. La tabla 5 muestra una tendencia constante en la proporción de operaciones en las que intervienen sociedades cotizadas y no cotizadas. Es decir, *a priori* ambas mantienen una tendencia similar al alza o a la baja en el mismo año. Además, siendo conscientes del reducido número de sociedades cotizadas frente a las que no lo son, destacamos que aun así existe un número importante de fusiones en las que intervienen sociedades cotizadas.

<sup>7</sup> En los datos que analizamos observamos como los citados países cuentan con los tipos impositivos más competitivos de la UE. En particular, Luxemburgo cuenta con un régimen fiscal favorable para las rentas, plusvalías y patrimonio relacionado con la tenencia de participaciones accionariales sustanciales, con un IVA del 17% y con un régimen especial de tributación sobre la propiedad intelectual que permite una exención del 80% para rentas obtenidas por este concepto. Datos que pueden consultarse en el recurso disponible en: <https://www.auxadi.com/news/luxemburgo-ventajas-fiscales-de-un-enclave-estrategico-en-europa/>, visitado el 10 de diciembre de 2019. Los datos que hemos analizado pueden interpretarse de igual manera en el informe realizado por el GRUPO DEL BANCO MUNDIAL Y PWC., “*Paying taxes 2016*”, 2016, recurso disponible en: <http://www.pwc.com/gx/en/services/tax/paying-taxes-2016.html>, visitado 10 diciembre 2019 y que sitúa, por ejemplo, a Luxemburgo en el 2º puesto en el *ranking* de países de la UE en cuanto a facilidad para el pago de impuestos, solo superada por Croacia. De acuerdo con el citado informe, Luxemburgo es uno de los principales países con un menor número de impuestos a pagar y además goza de uno de los tipos impositivos (*Total Tax Rate*) más bajos del mundo (20,1%). Luxemburgo utiliza la política fiscal como medio para atraer las inversiones extranjeras, lo que explica que la resultante de muchas fusiones se ubique en Luxemburgo.

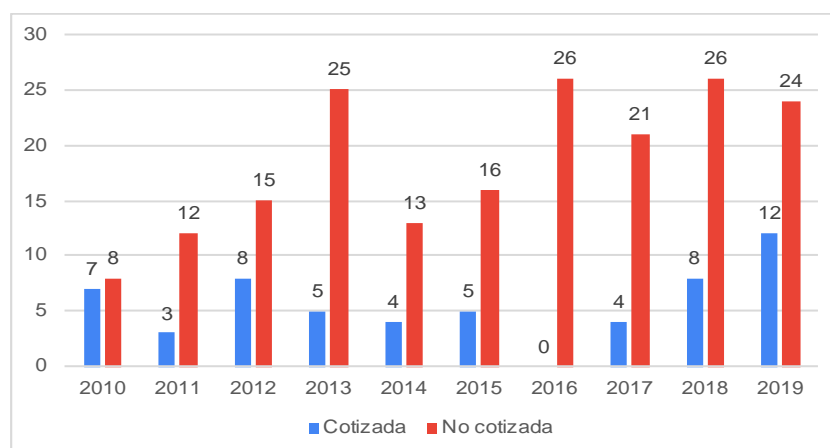


Tabla 5. Evolución de la concurrencia de una sociedad cotizada en una fusión transfronteriza intracomunitaria en los últimos diez años.

Finalmente, el estudio demostró que, dentro de las fusiones transfronterizas intracomunitarias con intervención de sociedad cotizada, solo en el 29% de los casos, la fusión tiene como motivo la concentración de empresas frente a un 71% de las fusiones que tienen como fin la reestructuración intragrupo. Esta diferencia se justifica porque el proceso de fusión con la finalidad de concentración de empresas es más complejo al ser las sociedades participantes independientes entre sí. Como explicaremos más adelante, en la concentración, generalmente, no existen intereses plenamente coincidentes, lo que obliga a una negociación más intensa, a diferencia de lo que sucede en las reestructuraciones intragrupo (fusión de una compañía con alguna de sus filiales o fusión entre filiales) donde existe un interés común evidente.

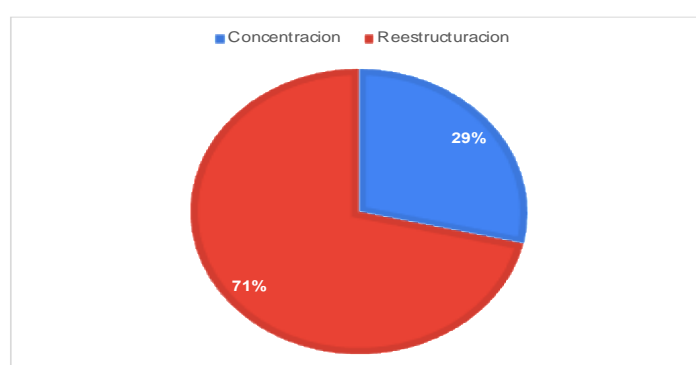


Tabla 6. Volumen total en los últimos 10 años, del motivo dominante por el que se mueven las sociedades cotizadas que intervienen en una fusión transfronterizas intracomunitaria.

## 2. Marco regulatorio aplicable a la fusión transfronteriza.

En la fusión transfronteriza confluyen normas provenientes de distintos sectores del ordenamiento: Derecho de sociedades, Derecho de la competencia, Derecho del mercado de valores, esencialmente, sin olvidar el factor fiscal que aquí no abordamos.

La regulación societaria de la fusión transfronteriza tiene como principal objetivo garantizar la protección de los derechos de los socios, de los trabajadores y de los acreedores de las sociedades implicadas en los procesos de fusión. En la Unión Europea, fue objeto de regulación, por vez primera, mediante la Directiva 2005/56/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre



de 2005<sup>8</sup> (en adelante Directiva 2005/56/CE), regulación que está hoy contenida en su integridad en el Capítulo III del Título II de la Directiva UE 2017/1132. La promulgación de la Directiva 2005/56/CE supuso un hito normativo en materia de fusiones transfronterizas. Esta norma permitió a las legislaciones nacionales adoptar un marco regulador común y recíprocamente compatible, resolviendo los problemas de lentitud, dispersión y contradicción existentes con anterioridad en la regulación de las fusiones transfronterizas en los diferentes ordenamientos nacionales. La vigente Directiva UE 2017/1132 fue un ejercicio de codificación de diversas Directivas societarias (las Directivas 82/891/CEE, 89/666/CEE, 2005/56/CE, 2009/101/CE, 2011/35/UE y 2012/30/UE), en aras de una mayor claridad y racionalidad. Esta Directiva ha sido objeto de una importante modificación posterior por la Directiva UE 2019/1151 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019 sobre la utilización de herramientas y procesos digitales en el ámbito del Derecho de sociedades; y por la Directiva UE 2019/2121. Es importante señalar que tal y como ha quedado redactada por la Directiva UE 2019/2121, será la Directiva UE 2017/1132 (versión codificada) la que seguirá estableciendo el régimen jurídico de las operaciones transfronterizas integrándolo en el contexto del Derecho de sociedades. Los Estados miembros deberán poner en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a los cambios introducidos por la Directiva UE 2019/2121 a más tardar el 31 de enero de 2023, informando de ello inmediatamente a la Comisión (art. 3 Directiva UE 2019 /2121).

En lo que respecta a la normativa española vigente en la materia, antes de la LME, las fusiones transfronterizas no contaban con un referente normativo claro, lo que dificultaba su operatividad y las convertía en operaciones tremendamente complejas. La LME vino a codificar en una sola norma toda la regulación societaria sobre modificaciones estructurales hasta entonces dispersa en la LSA y la LSRL, a implementar Directivas que aún no habían sido transpuestas como la Directiva 2005/56/CE, a incorporar aquellas soluciones que propiciaban un marco favorable a las fusiones transfronterizas y a preparar a nuestro ordenamiento para el creciente proceso de internacionalización de los operadores económicos<sup>9</sup>. El régimen de las fusiones transfronterizas intracomunitarias apenas ha sufrido cambios directos en estos años. De hecho, solo el art. 62 LME fue objeto de una mínima modificación por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital<sup>10</sup> (en adelante Ley 1/2012). No obstante, el régimen general de las fusiones nacionales sí ha sido objeto de diversas modificaciones durante esta primera década de vigencia de la LME, por ejemplo, a través de la ya citada Ley 1/2012 o de la Ley 17/2014<sup>11</sup>, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial y estas modificaciones han tenido efectos reflejos indirectos en el régimen de las fusiones transfronterizas intracomunitarias, debido a las remisiones que contiene al régimen general (véanse arts. 55, 60, 63, 65 o 66 LME).

<sup>8</sup> DOUE nº L 310/1 de 25 de noviembre de 2005.

<sup>9</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza de sociedades anónimas en derecho español y europeo: Aspectos jurídico mercantiles*, Civitas, Cizur Menor, 2019, p. 164.

<sup>10</sup> BOE de 23 de junio de 2012.

<sup>11</sup> BOE de 1 de octubre de 2014.



Respecto a la posible incidencia del Derecho de la competencia en la materia, será aplicable en la medida en que la fusión transfronteriza tenga como objeto la concentración de empresas<sup>12</sup>. Este Derecho contempla medidas para el control de concentraciones y garantiza que los procesos de concentración no conduzcan a situaciones monopolísticas u oligopolísticas que entorpezcan el mercado interior, para así proteger a los consumidores. Dicho control se ha establecido en los últimos años en la UE, mediante el Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas<sup>13</sup> y, en nuestro ordenamiento, mediante la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia<sup>14</sup>.

Finalmente, la regulación del mercado de valores también resulta de aplicación por intervenir una sociedad cotizada. En general, esta regulación trata de garantizar la integridad de los mercados, evitando los abusos, para proteger a los inversores y reforzar su confianza. Por eso, cuando en la fusión interviene una sociedad cotizada, la regulación impone una serie de deberes adicionales respecto a la comunicación y utilización de información privilegiada. En virtud de estas normas analizaremos diferentes aspectos alrededor de estas operaciones de indudable influencia en la cotización de los valores negociados en mercados secundarios. La normativa europea sobre información privilegiada ha quedado, en gran medida, unificada vía reglamentos, siendo absolutamente residual la normativa nacional que resulta aún de aplicación. Como es habitual en el Derecho europeo del mercado de valores, esta normativa se construye en varios niveles. En el primero, figura el Reglamento n° 596/2014 de la Unión Europea sobre Abuso de Mercado<sup>15</sup> (en adelante RAM); norma que define el concepto de información privilegiada y establece las prohibiciones básicas de abuso de información privilegiada y manipulación del mercado, al tiempo que pergeña un conjunto de medidas preventivas. En lo que aquí interesa, también se precisan los medios y plazos para la revelación pública de la información privilegiada y los intereses legítimos para retrasar dicha revelación y proteger su confidencialidad. A su vez, también se regulan los mecanismos preventivos para evitar las filtraciones de información privilegiada. Además, sus normas refuerzan las competencias en materia de investigación y sanción de los reguladores designados por los países de la UE para garantizar el funcionamiento adecuado de sus mercados financieros. Algunas previsiones del RAM ya se recogían en la regulación anterior<sup>16</sup>, pero también

<sup>12</sup> La fusión comporta siempre una integración societaria, pero no siempre determina una concentración empresarial (por ejemplo, en las fusiones pertenecientes al mismo grupo no hay concentración de empresas, sino reestructuración societaria, pues ya estaban previamente concentradas al no ser independientes económicamente). Solo cuando la fusión comporta integración empresarial, se verá afectada por la normativa de defensa de la competencia, siempre y cuando tal integración supere los umbrales que marca la normativa.

<sup>13</sup> DOUE n° L 24/1 de 29 de enero de 2004.

<sup>14</sup> BOE de 4 de julio de 2007.

<sup>15</sup> DOUE n° L 173/1 de 12 de junio de 2014.

<sup>16</sup> Respecto a los antecedentes del Reglamento, podemos citar el Código Europeo sobre transacciones relativas a valores mobiliarios que constituyó el Anexo de la Recomendación 77/534/CEE; la Directiva 89/592/CEE; la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado (abuso de mercado), desarrollada por la Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado, por la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre, a efectos de la aplicación del DAM sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses; por la Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de la aplicación del DAM en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos

se incluyen importantes novedades hasta entonces no previstas<sup>17</sup>. El segundo nivel incluye otros reglamentos que la UE ha adoptado para completar y desarrollar el RAM. Destacamos: el Reglamento de Ejecución 2016/1055 de la Comisión, de 29 de junio de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las modalidades técnicas de difusión pública adecuada de información privilegiada y de retraso de la difusión pública de información privilegiada<sup>18</sup> (en adelante Reglamento UE 2016/1055); el Reglamento de Ejecución UE 2016/347 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas<sup>19</sup> (en adelante Reglamento UE 2016/347); y el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015<sup>20</sup>, por el que se completa el RAM en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante períodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos, que determina la autoridad competente para las notificaciones de los retrasos en la difusión. En el último escalón encontraremos un conjunto de Directrices relativas al retraso en la difusión de información privilegiada, aprobadas por la AEVM<sup>21</sup>. En materia sancionadora, finalmente, destacamos, la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado<sup>22</sup> (en adelante Directiva 2014/57/UE). Se trata de la primera norma que armoniza la implementación de sanciones penales a escala de la UE, fruto de la insuficiencia de las sanciones administrativas exigidas por la normativa anterior.

En cuanto a la legislación española, aplicaremos el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre<sup>23</sup> (en adelante TRLMV). Resultan de interés únicamente los arts. 225 a 231, incluidos en el Capítulo II del Título VII, que se remiten en esencia a la normativa comunitaria y el régimen de inspección, supervisión y sanción que contempla las sanciones por abuso de información privilegiada. En materia sancionadora, atenderemos también a lo dispuesto en el CP tras su modificación por la LO 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la LO 10/1995, de 23 de noviembre, del CP, que implementó la Directiva 2014/57/UE.

derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

<sup>17</sup> Novedades tales como la obligación de que la información privilegiada se mantenga durante cinco años en la web del emisor (art 17.1 RAM); la imposición de nuevos requisitos de notificación a la autoridad competente en caso de retraso de difusión pública de información privilegiada (art 17.4 RAM); o la introducción de un supuesto de retraso con el fin de preservar la estabilidad del sistema financiero (art 17.5 RAM).

<sup>18</sup> DOUE nº L 173/47 de 30 de junio de 2016.

<sup>19</sup> DOUE nº L 65/49 de 11 de marzo de 2016.

<sup>20</sup> DOUE nº L 88/1 de 5 de abril de 2016.

<sup>21</sup> Por ejemplo, las Directrices de 20 de octubre de 2016 (ESMA/2016/1478 ES). La CNMV, en un comunicado de fecha 19 de diciembre de 2016, anunció la intención de cumplirlas y que serían aplicables a partir del día siguiente.

<sup>22</sup> DOUE nº L 173/179 de 12 de junio de 2014.

<sup>23</sup> BOE de 24 de octubre de 2015.

### 3. Tipos de fusión transfronteriza y fases esenciales del procedimiento.

Existen distintas variantes de fusión transfronteriza que podemos clasificar con arreglo a diversos criterios. En relación con el objeto de estudio de este trabajo nos interesan dos clasificaciones, la que atiende a cómo afecta la fusión a la subsistencia de las sociedades intervinientes y la que atiende a la condición o no de sociedad europea de la sociedad resultante de la fusión.

En atención a cómo afecta la fusión a las sociedades intervinientes, podemos diferenciar entre fusiones por absorción o por creación. En la fusión por absorción (*Merger*), se extinguen todas las sociedades de diferentes nacionalidades participantes en la fusión, menos una (la sociedad absorbente). En la mayoría de los casos, la sociedad absorbente desea crecer y/o mejorar su posición en el mercado aumentando sus propios recursos, al mismo tiempo que elimina a alguno de sus competidores. La futura absorbente suele ser la que inicia y desarrolla, confidencialmente, todas las gestiones encaminadas a buscar a su *partenaire* ideal. Respecto a la sociedad absorbida, la fusión puede ser aprovechada como medio de supervivencia o de mejora/crecimiento en el mercado, gracias a los resultados de un grupo o empresa absorbente que generalmente es más fuerte. En la fusión por constitución de una nueva sociedad (*Consolidation*), se extinguen todas las sociedades de diferentes nacionalidades participantes en la fusión y se crea una nueva sociedad. Hay que puntualizar que este trabajo se centrará en la primera de las modalidades, la fusión impropia o por incorporación, por ser la modalidad que más se utiliza. De las 242 fusiones transfronterizas intracomunitarias estudiadas, todas fueron fusiones por absorción.

En atención a la sociedad resultante de la fusión, podemos distinguir entre una fusión que no tiene por finalidad la creación de una Sociedad Anónima Europea (en adelante SE), de la fusión transfronteriza con creación de SE<sup>24</sup>; distinción que se deduce del art. 17 del Reglamento (CE) n° 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (en adelante Reglamento CE 2157/2001) que señala que podrá constituirse una SE mediante fusión, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 1 del art. 2. La práctica demuestra que tiene poca utilidad práctica, así como que su uso es puntual en el tiempo<sup>25</sup>. La única diferencia con la fusión sin creación de SE es que la sociedad resultante cuenta con un régimen jurídico en parte unitario contenido en el Reglamento<sup>26</sup>. La razón fundamental por la que excluimos

<sup>24</sup>Véase TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza ...*, cit., p. 347 quien puntualiza en este sentido que: “cuestión singular en la constitución de una SE, es la determinación de si siempre se produce la constitución de una nueva sociedad, lo que parece indicar el Reglamento 2157/2001 cuando afirma, en su art. 17.2, último párrafo, que “en caso de fusión por absorción, la sociedad absorbente adoptará la forma de SE simultáneamente a la fusión. En caso de fusión por constitución de una nueva sociedad, la SE será la nueva sociedad”. Se afirma que en el caso en que la sociedad absorbente fuera una SE no habría de “adoptar” la forma de SE, lo cual es cierto pues ya se corresponde con ese tipo. Afirmándose que “admitir que la fusión por absorción es una modalidad de constitución de una SE, es una retórica legal con la que se difumina todavía más el rigor jurídico del término “constitución” si es que la sociedad absorbente era ya una SE constituida con anterioridad”.

<sup>25</sup>Del estudio de campo que se llevó a cabo respecto de las fusiones transfronterizas intracomunitarias efectuadas en los últimos 10 años, se observó que de las 242 fusiones efectuadas el 100% había sido por absorción. Luego al entender que no efectuó ninguna por nueva creación, a su vez, la vertiente por la que se crea una SE queda así mismo excluida.

<sup>26</sup>La UE pretendió dotar de una regulación única a las SE, pero no lo consiguió. El texto definitivo del Reglamento 2157/2001 se remite en numerosas materias a la normativa nacional (como podría hacerse sin necesidad de crear una SE). En función del país donde esté establecida la sociedad europea, las normas pueden diferir en algunos aspectos. Por ello se observa como es una figura que ha gozado de éxito en ciertos países, mientras que en otros su implantación es escasa. A 6 de abril de 2020 había inscritas un total de 3.290 SE en toda la UE, véase recurso disponible en :

esta modalidad del estudio y con ello, el análisis del Reglamento CE 2157/2001, es porque no hay SE creadas mediante fusión con domicilio en España<sup>27</sup>.

Finalmente, para comprender la importancia de la fase preliminar es necesario presentar siquiera mínimamente la estructura de todo el procedimiento de fusión. El proceso de fusión transfronteriza es único; mientras que los procedimientos en que se desenvuelve son múltiples tanto dentro de una misma jurisdicción, como, por la propia naturaleza transnacional de la propia fusión transfronteriza, en cada una de las diferentes jurisdicciones<sup>28</sup>. Consiste en una serie o sucesión de actos, lógica y razonablemente ordenados que, como indica TAPIA FRADE<sup>29</sup>, “reúne las características siguientes: (i) “Complejidad”, en cuanto que se desenvuelve en un conjunto de fases (ii) “Desarrollo sucesivo y pautado”, en diferentes etapas (iii) “Duración temporal”, porque no es instantáneo (iv) “Progresión”, dado que se orienta en un “ir hacia adelante” hacia una finalidad concreta”.

Así la Directiva UE 2017/1132 y la LME contemplan tres fases sucesivas y bien diferenciadas: una preparatoria, otra decisoria y otra ejecutiva. Fases que, dado el matiz transfronterizo, han de observar necesariamente criterios de sincronía y simetría entre dos procesos desarrollados paralelamente (uno societario y otro en el mercado de valores), así como completarse, en la medida de lo posible, con la normativa nacional vigente (en nuestro caso, la LME). Si atendemos al marco legal, la primera fase viene constreñida a la redacción y suscripción del proyecto común de fusión transfronteriza y los documentos que lo acompañan: el informe de los órganos de dirección o administración y el informe de expertos sobre el proyecto de fusión. Sin embargo, la norma no se pronuncia<sup>30</sup> respecto de las actuaciones que anteceden al proyecto y que, como veremos, serán fundamentales para el éxito de la operación<sup>31</sup>. A tales actuaciones las denominamos fase preliminar. Esta fase comprende las primeras gestiones y pactos previos a cargo del órgano de administración, que posiblemente (no necesariamente), culminen con la elaboración del proyecto común de fusión y los informes que lo acompañan. Finalmente, destacamos que, en el desarrollo de toda la fase preliminar, cobrarán especial trascendencia jurídica, los deberes informativos y los principios de confianza y buena fe.

<http://fr.worker-participation.eu/Societe-europeenne/SE-COMPANIES/SE-Database-ECDB>, visitado el 6 de abril 2020. En España, existían en esa fecha dos SE (*Agence Générale de Marques et de Brevets S.E.*; *Itek Assembling Steel S.E.*). Los países en los que más SE hay registradas son: Alemania y la República Checa. Muchas de las sociedades registradas en la República Checa carecen de actividad y empleados (*UFO companies* o sociedades fantasmas) y se constituyen con la intención de venderlas posteriormente (*shelf/sell companies*).

<sup>27</sup> En un estudio efectuado desde 2001 a 2019 a través de la sección II del BORME, no encontré el supuesto de una fusión con la finalidad de crear una SE. Encontramos un supuesto anecdótico y que tampoco recogía las características del supuesto de exclusión (por constitución de nueva sociedad). Véase BORME nº 161 de 25 de agosto de 2015, supuesto en el que una S.L absorbe a una SE.

<sup>28</sup> Para una panorámica completa del procedimiento, véase TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 441 y ss.

<sup>29</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...cit.*, p. 227.

<sup>30</sup> Aunque sí insinúa esta fase, por ejemplo, en el Considerando (57) “Procede, por lo tanto, precisar el contenido mínimo de este proyecto común, manteniendo las sociedades en cuestión su libertad para ponerse de acuerdo sobre otros términos” o en el art. 122 de la Directiva UE 2017/1132 por medio del “concebirán”.

<sup>31</sup> Véase GARRIDO DE PALMA, V. M., “Capítulo III. Fusión”, en *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, Garrido de Palma (dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2012, p. 94, donde indica que “en puridad el proceso de fusión se inicia para la Ley con el Proyecto común de fusión. Pero para llegar a él la realidad societaria muestra la existencia de un conjunto de actuaciones previas -más o menos complejas y extensas, dependiendo del caso concreto- a las que hay que atender”.

Deberes y principios que, lógicamente, deberán ser compartidos en el momento deliberativo y decisorio sobre el proyecto común de fusión (momento inicial estrictamente reglamentado).

La segunda fase de la fusión se conforma con la adopción de los acuerdos de fusión por las juntas generales de las sociedades implicadas. En esta fase, la normativa busca la protección adecuada de tres colectivos que son: 1) los trabajadores (a quienes se les protege mediante los derechos de información e implicación en la sociedad resultante de la fusión), 2) los socios (a quienes se les reconocen sendos derechos de información y de separación) y 3) los acreedores (a quienes se les dota de derechos de información y de oposición).

En la tercera fase se exigirá la coordinación de las autoridades nacionales encargadas de aplicar los controles de legalidad y culminar con la inscripción registral de la nueva sociedad o de la modificación estatutaria de la sociedad absorbente (como será el caso) y de la extinción de la absorbida.

### **III. LOS TRATOS PRELIMINARES CONDUCENTES A LA REDACCIÓN DE UN PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN TRANSFRONTERIZA.**

#### **1. Atipicidad y flexibilidad en la configuración de la fase preliminar.**

La fase preliminar es esencialmente atípica. Compartimos la decisión del legislador, tanto europeo como español, de no regular esta fase preliminar, para poder dar flexibilidad a las partes en los procesos de negociación, en ocasiones, de enorme complejidad y especificidad que posiblemente escaparían de la norma. En este aspecto, la doctrina ha sostenido que el «vacío legal» no tiene consecuencias negativas sobre la seguridad jurídica, resaltándose que, lejos de esto, su única consecuencia es que el intérprete debe trascender el campo específico de las modificaciones estructurales y del Derecho de sociedades para buscar en las normas que disciplinan los contratos en general las soluciones a la variedad de problemas que pueden presentarse en el curso de la fase preparatoria de la fusión. La opción del legislador societario por el silencio es correcta ya que, por imperio del principio de libertad contractual, su resultado es el establecimiento de un ámbito de libertad en un sector donde no es conveniente imponer restricciones<sup>32</sup>.

Puesto que la normativa únicamente exige la redacción de un proyecto con un contenido más o menos homogéneo (sin perjuicio de que existan matices en la propia normativa societaria o por aplicación de la normativa del mercado de valores), en lo que respecta a los tratos preliminares no existirán esquemas ni procedimientos tipo. En esta fase nos encontramos con un abanico de posibilidades amplísimo, en relación con las actividades, negociaciones, documentos que se elaborarán y que, en gran medida, dependerán de la voluntad de las partes (por ejemplo, se simplificarán en el caso de que ambas compartan desde el primer momento la voluntad de fusionarse), de la dimensión de las sociedades, de si es o no cotizada, etc.

A modo de ejemplo y cronológicamente es frecuente que se den las siguientes fases: en primer lugar, una autoevaluación por la sociedad de quien parte la iniciativa estratégica y una valoración del sector

<sup>32</sup> SCAIANACHI MÁRQUEZ, H., “La negociación y formación del contrato de fusión y los denominados protocolos de fusión” en *La dimensión contractual de la fusión*, Civitas, Cizur Menor, 2016, capítulo tercero, apartado I.

productivo en el que actúa; luego, procede la búsqueda de la sociedad con la que se podría entrar en conversaciones y una vez elegida, se inician los primeros contactos, el intercambio de las primeras informaciones y se estrechan las negociaciones que podrían conducir a un proyecto común de fusión, que, más adelante, se someterá a las juntas de socios de las sociedades implicadas. Hasta ese momento, en puridad, se desarrollarían las actuaciones iniciales o tratos preliminares conducentes a la redacción del proyecto.

Dada la diversidad de actuaciones que integran esta fase, es recurrente que la doctrina clasifique estas actividades atendiendo a diversos criterios. Destaca el criterio empleado por LARGO GIL<sup>33</sup> quien propone una estructura bímembre, con dos subfases, en atención al estadio alcanzado en el proceso de formulación del proyecto común de fusión. Distingue entre una primera subfase que termina con la extensión del conocido como protocolo o protocolo inicial de fusión y una segunda subfase sucesiva que culmina con la redacción y suscripción del proyecto común de fusión, los informes de los administradores y toda la documentación que será necesario aportar a la junta general. También hemos analizado la clasificación empleada por TAPIA FRADE<sup>34</sup> quien distingue entre “acuerdos preliminares que tienen por objeto únicamente la negociación” y “acuerdos preliminares con términos abiertos”.

Atendidas las distintas propuestas de clasificación, hemos elaborado una clasificación propia que atienda mejor a las características de la fusión objeto de estudio. El criterio empleado por LARGO GIL ha servido para delimitar el objeto de estudio, tomando en consideración solo la primera subfase. A su vez, dentro de esta primera subfase hemos tomado como referencia la clasificación empleada por TAPIA FRADE que atiende a los objetivos que persiguen los acuerdos. Por añadidura, la doctrina en general aborda el proceso *Due Diligence* (en adelante DD), como un procedimiento de intercambio de información más significativo y que prepara a las partes para estar en condiciones de negociar.

En orden temporal, nuestra clasificación atiende a los siguientes hitos dentro de la fase preliminar: en primer lugar, los acuerdos preliminares que tienen por objeto exclusivo regular el proceso de negociación en la fase preliminar, tomando como ejemplo el protocolo inicial (véase apartado III, 5.1); en segundo lugar, destacamos el proceso de DD (véase apartado III, 5.2); finalmente, los preacuerdos de concretos contenidos sobre el futuro proyecto, tomando como ejemplo el protocolo (véase apartado III, 5.3).

## 2. La trascendencia de la fase preliminar en el proceso de fusión.

Aunque la función principal de esta fase sea esencialmente informadora y de propuesta, ya que son negociaciones que no obligan a que se efectúe la fusión, la doctrina mayoritaria indica que su importancia no debe subestimarse<sup>35</sup>, por varias razones. En primer lugar, se trata de una fase que anticipará una serie de efectos (especialmente el cálculo del tipo de canje) y consecuencias para todos aquellos sujetos afectados por la fusión (socios, trabajadores, acreedores, clientes,

<sup>33</sup> LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., pp. 145-146.

<sup>34</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza ...*, cit., p. 466, siguiendo a ALLAN FARNSWORTH, E., *On contracts* v. I, Boston-Toronto-Londres 2008, p. 286.

<sup>35</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 452.

proveedores...) que se van a plasmar, posteriormente, en el contenido del proyecto. En segundo lugar, se destaca que constituye el momento más largo, difícil, necesario, así como reflexivo del proceso de fusión. Como señala LARGO GIL, estas negociaciones son trascendentes para la culminación con éxito de la operación de fusión y “requieren de una preparación reflexiva, fundada y cuidadosa del proyecto de fusión, sin lagunas ni artificios en la preparación y planificación de la operación”<sup>36</sup>. Luego, si se diseña correctamente la operación de fusión durante estas negociaciones preliminares, el resto de las actuaciones serán un mero trámite<sup>37</sup>. En cambio, una mala preparación podría concluir con el fracaso de la fusión o incluso en la posterior declaración de nulidad instada ante el Juez<sup>38</sup>.

En tercer lugar, destacamos en esta fase, la necesidad de adecuada coordinación, cooperación y entendimiento por parte de los sujetos que intervienen en la fijación de los objetivos sobre los que se estructurará la fusión, pues el proyecto debe ser el mismo para todas las sociedades participantes<sup>39</sup>.

Finalmente, destacamos la finalidad de aseguramiento de esta fase, en donde deben establecerse las medidas o instrumentos pertinentes para procurar reducir o acotar la exposición a riesgos a los que se puede enfrentar en un futuro (por ejemplo, el uso desleal de información adquirida, ruptura injustificada de negociaciones, elevados costes en tiempo y todo lo que implica la elaboración de la documentación...).

En la realidad práctica, la verdadera trascendencia de la fase preliminar dentro del proceso de fusión viene dada por las circunstancias que concurren en cada caso concreto. El nivel de complejidad o problemática que plantee la fase preparatoria será diferente en cada fusión y dependerá de los factores, características y demás circunstancias que concurren en las sociedades participantes, así como de la finalidad de la fusión. Salvo que se trate de una fusión entre sociedades totalmente participadas (como consecuencia de una previa relación de control y dominio), el proyecto de fusión

<sup>36</sup> Véase LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto de fusión”, en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, t. I, Rodríguez (dir.) et al., Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2009, p. 430; en la misma línea véase también GONZÁLEZ MENESES, M. y ÁLVAREZ, S., *Modificaciones estructurales de sociedades mercantiles*, 2ª ed., Dykinson, Madrid, 2014, p. 136.

<sup>37</sup> Esto ocurrirá en la mayor parte de los casos. La excepción puede verse reflejada en la fusión transfronteriza intracomunitaria entre Mediaset Investiment N.V (MFE), Mediaset S.p.A y Mediaset España Comunicación S.A, en donde asistimos a una mala preparación de las negociaciones por problemas con los acreedores. Así se volvió a convocar en el BORME nº. 234, de 5 de diciembre de 2019, pp. 10463-10472 junta general extraordinaria de accionistas para la modificación de ciertos extremos de los estatutos sociales de la sociedad absorbente (Mediaset Investment, N.V.), así como de términos del acuerdo de fusión ya aprobados en la junta extraordinaria que tuvo lugar el 4 de septiembre de 2019. Una vez más, la pieza clave está en la opinión del grupo francés Vivendi (acreedores), cuya férrea oposición a los planes de fusión entre las ramas española e italiana del grupo está dificultando la operación.

<sup>38</sup> Véase SJMer Zaragoza, nº 1, de 30 de enero de 2009 (ECLI: ES: JMZ: 2009: 123) al considerar que el tipo de canje había sido fijado en base en unos datos económicos inadecuados de manera que conducían a una sobrevaloración de la sociedad absorbida. Adviértase que ni el experto independiente designado por el Registrador Mercantil ni el mismo Registrador formularon juicios negativos en relación con el proyecto de fusión.

<sup>39</sup> LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto...”, *cit.*, p. 437, considera que se trata de hablar para entenderse aun cuando no se llegue a un acuerdo. El resultado será incierto en todo caso, pero desde un principio se actuará de buena fe y con lealtad, perseverancia y responsabilidad. El objetivo es no abandonar ante la primera dificultad, pues ello podría ser indicio de posibles intereses espurios como adquirir datos relevantes, o realizar tanteos mientras se efectúan con terceros operaciones paralelas. Por ello surge este deber de cooperación entre las partes, que no es propio del derecho de contratos, pero sí un principio general del Derecho en un acto jurídico bilateral.



no surge de manera espontánea ni se redacta de manera unilateral. Además, las negociaciones encaminadas a redactar el proyecto de fusión transfronteriza serán de mayor o menor complejidad, así como variarán en función de la finalidad que persiga la fusión. Por lo general, serán más difíciles de lograr en fusiones cuya finalidad sea la concentración, pues existe la posibilidad de intereses divergentes, que, en fusiones con finalidad de reestructuración de empresas pertenecientes al mismo grupo, donde las actuaciones se simplifican debido a que hay una voluntad coincidente marcada por la matriz.

### 3. Sujetos legitimados para entablar y conducir las negociaciones.

Tanto el art. 122 de la Directiva UE 2017/1132 como el art. 59 LME encomiendan expresamente a los órganos de gestión o administración de las sociedades, la redacción del proyecto común de fusión transfronteriza. En cambio, como el régimen vigente no regula expresamente las actividades que anteceden a la redacción del proyecto, surge la duda respecto de la instancia social legitimada para entablar y conducir las negociaciones hasta la redacción del proyecto. Una cosa es que, en la práctica, los primeros contactos y negociaciones los realicen los miembros del órgano de administración y otra es que el mencionado órgano esté legalmente facultado en exclusiva para ello<sup>40</sup>. En este sentido, aceptamos de forma genérica encomendar estas tareas (iniciar estudios, establecer contactos o negociaciones tendentes a la preparación de una fusión) al órgano de administración -necesariamente el Consejo, tratándose de sociedades cotizadas en virtud del 529 bis LSC-, porque sus competencias propias son las de gestión y representación. En todo caso, debe atenderse a las competencias que la normativa nacional de las sociedades participantes atribuya a cada órgano en materia de fusiones, utilizando como criterio interpretativo el Derecho de la UE, y atendiendo, subsidiariamente, a las competencias atribuidas con carácter general a cada órgano de la sociedad por la legislación nacional aplicable.

En España, las competencias para entablar y conducir las negociaciones corresponden al órgano de administración en virtud del art. 209 LSC y en las sociedades cotizadas, al Consejo (art. 529 bis LSC). Resaltamos la posibilidad que tiene el Consejo de delegar el devenir de los trabajos preparatorios de una fusión, en virtud del art. 249 LSC, por la vía de los comités o grupos de gestión reducidos integrados por consejeros, altos directivos y especialistas<sup>41</sup>.

En principio, las negociaciones previas y la preparación del posible proyecto de fusión competen a los administradores y la decisión sobre su aprobación a la junta general. La explicación de este reparto competencial reside en que el socio corriente ni está preparado técnicamente, ni en general se mostraría interesado. Además, su intervención entorpecería el proceso en cuanto a su celeridad, eficacia y discreción. En cambio, en ausencia de regulación en el estadio preparatorio, se admite la intervención de la junta general para dar “orientaciones o directrices” al órgano de administración<sup>42</sup>.

<sup>40</sup> Sobre la legitimación de los administradores en las fusiones transfronterizas, la doctrina no se ha ocupado en profundidad de esta cuestión, en general asumen que se trata de una cuestión de hecho y que se impone sin más explicaciones, véase, por ejemplo, VICENT CHULIÁ, F., *Concentraciones y uniones de empresas ante el Derecho español*, Madrid, 1971, pp. 223-224.

<sup>41</sup> LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., p. 147 y otros autores citados en nota al pie 60.

<sup>42</sup> Al respecto véase LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., p. 94 o TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 454, quienes estiman que la competencia de realización de los actos conducentes al proyecto pueda ser compartida con la junta general.



De hecho, así sucede y variará caso a caso en función de las circunstancias que concurren en las sociedades que intervengan en la fusión (magnitud de la sociedad interesada, sociedad abierta o cerrada, carácter familiar del núcleo de control, número de trabajadores, cifra de negocio...)43. Esta intervención es posible en virtud del art. 161 LSC que habilita a la junta general para “impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión”. Por ello, en una interpretación amplia del concepto asuntos de gestión, también sería admisible, por ejemplo, someter a su evaluación el protocolo o impartir instrucciones o directrices sobre el núcleo de la negociación.

Finalmente, las operaciones y actividades desarrolladas en dicha fase por los administradores, u otras personas habilitadas o apoderadas al efecto44, variarán dependiendo de las sociedades intervinientes. En este sentido, actuarán con mayor libertad, por ejemplo, si la fusión tiene proyección meramente intragrupo que si la fusión tiene proyección externa (fusión de sociedades independientes), o de la dimensión o carácter cotizado o no de las sociedades que intervienen en la fusión.

#### 4. El principio general de actuación de buena fe como principio rector y otros deberes inherentes en el desarrollo de la fase de tratos preliminares.

Las partes tienen libertad para negociar, entendiéndose que existe siempre implícito un deber de negociar de buena fe que incluirá la exigencia de mantener una conducta coherente o, al menos, no contradictoria. El principio general de buena fe (*fair dealing*) durante la fase preliminar en las fusiones transfronterizas se impone, con especial arraigo en la tradición de la cultura jurídica occidental45 y, también, aunque con importantes matices, en los países anglosajones46, como un deber que obliga a obrar de manera leal y honesta, sin perjuicio de la libertad contractual en virtud de la cual las partes pueden llegar o no a concluir sus negociaciones y, consecuentemente, a redactar un proyecto común de fusión. La buena fe, como norma y principio jurídico cuyo concepto es uno de los “más difíciles de aprehender dentro del Derecho Civil”47, está considerada como un modelo de conducta social requerido a las personas en su comportamiento en el tráfico jurídico. Los *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference* (DCFR), deudores de los Principios de Derecho Europeo de los Contratos (PECL), la conciben, en sentido objetivo, como un estándar de conducta caracterizado por la honestidad, la

43 Véase LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., p. 153.

44 Véase LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto...”, cit., p. 437.

45 También constituye un estándar de comportamiento obligatorio exigible en el tráfico internacional en el artículo 1.7 de los Principios UNIDROITS sobre los Contratos Comerciales Internacionales 2010 (*Restatement of Contracts*). También la jurisprudencia arbitral internacional reconoce el deber de buena fe en los tratos negociales, cuya violación se sanciona de varias maneras: paralización de las negociaciones, rescimiento, activación de las cláusulas penales, etc. La jurisprudencia arbitral suele reconocer las siguientes obligaciones a observar durante la etapa precontractual, derivadas del principio de que las partes deben comportarse de acuerdo con la buena fe en las negociaciones: 1. Obligación de información recíproca; 2. Obligación de no romper las negociaciones sin justa causa. Es contrario a la buena fe, retener unas negociaciones artificialmente, de modo que estas se rompen posteriormente sin una causa justificada, y cuando la otra parte tenía fundada confianza en que el contrato se celebraría, es infringir la buena fe precontractual.

46 Véase TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 480, nota al pie 169.

47 DÍEZ-PICAZO, L., *La doctrina de los actos propios. Un estudio crítico de la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Bosch, Barcelona 1963, p. 134.

apertura y la toma en consideración de los intereses de la otra parte en la relación jurídica en cuestión, vinculada a la seguridad jurídica contractual. Así, el quebrantamiento de este principio durante el desarrollo de las negociaciones supone romper recíprocamente con el deber de lealtad y confianza que las partes se deben por el simple hecho de participar en las conversaciones y tratos encaminados a la formulación del proyecto común de fusión transfronteriza.

Nos encontramos en una fase prenegocial por lo que se exige que las partes se ajusten a la buena fe *in contrahendo* que tiene el mismo sentido que el exigido en la negociación de otros contratos. Así, es contrario a la buena fe, lealtad y confianza, iniciar o continuar negociaciones sin la real intención de llegar a un acuerdo con la otra parte, así como la falta de aportación de información o el suministro de información insuficiente por una de las partes<sup>48</sup>. En definitiva, el comportamiento conforme al principio de buena fe es aplicable como estándar inherente que se extiende a toda la fase preliminar y resulta especialmente exigente e imperativo en tanto concurra en la fusión transfronteriza una sociedad cotizada.

De este principio de buena fe se derivan deberes de conducta que, aunque formulados de manera independiente y a los que se les suele dar sustantividad propia, no son sino concreciones de este principio<sup>49</sup>. Destaca, en primer lugar, el deber de negociar de buena fe. Las partes tienen plena libertad para entablar negociaciones y, como regla general, no incurrir en responsabilidad en caso de no llegar a un acuerdo o abandonar las negociaciones. Debe advertirse que tal deber no puede entenderse existente fuera del marco negociador voluntariamente constituido y que, en absoluto, da origen a un derecho de la contraparte a exigir la culminación de la fusión. Solamente a partir de un determinado momento su incumplimiento puede provocar consecuencias reparadoras. Así supondrá infringir la buena fe contractual tanto la ruptura injustificada de las negociaciones, como entablar negociaciones con motivos ajenos a la fusión como puede ser la obtención de información reservada o secreta. Esta última circunstancia se suele evitar al comienzo de las negociaciones, por medio de acuerdos de confidencialidad de carácter general (independientemente de las cláusulas de confidencialidad integradas en los concretos documentos que vayan elaborándose durante la fase preliminar). Este deber no suele plantear problemas cuando en el proceso de fusión transfronteriza concurren sociedades pertenecientes al mismo grupo. En cambio, cuando concurren sociedades independientes la cuestión se planteará en toda su crudeza en los supuestos de ruptura injustificada.

Otros deberes derivados del principio de buena fe tales como los de información a la contraparte, colaboración, confidencialidad, protección y comportamiento coherente, entre otros, son también plenamente aplicables en la fase preliminar de la fusión transfronteriza cobrando especial sentido cuando, además, concurre una sociedad cotizada.

<sup>48</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 478.

<sup>49</sup> Para su enumeración hemos compartido la propuesta de TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., pp. 481-493.

## 5. Acuerdos, procedimientos y protocolos que pueden conformar la fase de tratos preliminares.

### 5.1. Acuerdos preliminares que tienen por objeto exclusivo regular el proceso de negociación en la fase preliminar.

En toda fusión es fundamental la planificación de aquellas actividades que van a tener lugar, así como determinar las fechas en que dichas actividades deben acometerse a fin de asegurar que el proceso de negociación y posterior fusión está siendo correctamente desarrollado por las partes. Una adecuada planificación del proceso de fusión puede reducir de forma sensible el período transitorio y contribuir a obtener los objetivos propuestos en un período de tiempo relativamente “corto”. Por ello, en este apartado abordamos aquellos acuerdos en que las partes no se vinculan sobre el fondo, sino que solamente lo hacen sobre el desarrollo del proceso de negociación.

Estos acuerdos se adoptan en la fase preliminar. Con estos acuerdos no solo se quiere la planificación de las negociaciones previas, sino también la planificación de la propia fusión. Por esta última consideración, los acuerdos alcanzados con el objeto exclusivo de regular el proceso de negociación estarán condicionados, en parte por los plazos exigidos por la ley.

En concreto, estos acuerdos suelen incluirse en los llamados “protocolos iniciales”. Como señalábamos, estos protocolos sirven para ordenar las fases y plazos del proceso negociador e incluso de la propia fusión. En lo que respecta al contenido, es un documento de carácter interlocutorio, programático dentro de la etapa de negociaciones. Los acuerdos alcanzados tendrán la función de ir fijando en cada momento, el estado al que han llegado las negociaciones. En cualquier caso, el grado de vinculación que exista en estos documentos de una parte frente a otra depende del grado de determinación del objeto.

### 5.2 El proceso de *Due Diligence*.

La Due Diligence (en adelante DD) es un proceso de investigación necesario antes de contraer o llevar cabo cualquier compromiso o inversión financiera de importancia. Alude, en definitiva, a la búsqueda de información que se corresponde con un deber de facilitarla por la contraparte, tan pronto como se inician las negociaciones<sup>50</sup>. Normalmente la solicitarán las sociedades que van a ser absorbidas y sus asesores legales con el objeto de poder valorar toda clase de riesgos, contingencias, etc., que rodean a la sociedad candidata a la fusión mediante un análisis o investigación de sus estados financieros, aspectos legales, técnicos, medioambientales entre otros<sup>51</sup>. No debe confundirse con una auditoría, pues la DD financiera tiene un contenido más exhaustivo y en ella se podrán abordar otros temas.

<sup>50</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 486 y nota al pie 199 se indica que con independencia de cuál sea el origen de la DD, el cual se considera discutible, se destaca que al final lo relevante es que la expresión DD se ha ampliado internacionalmente para incluir cualquier tipo de investigación sobre los riesgos o contingencias que pueden surgir en relación con la operación de fusión. Este ejercicio de investigación y su deber no se confunde ni limita los deberes informativos y en su ejecución tienen un innegable protagonismo los deberes de colaboración.

<sup>51</sup> Debe tenerse en cuenta que las materias objeto de una DD son un mero ejemplo, por ello véase TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 487 nota al pie 204. “En este sentido, las DD más frecuentes, además de las legales son las de tipo financiero, pero puede haber otras de tipo técnico, como de carácter medioambiental (...) hay tantas DD como operaciones en las que el inversor quiere conocer un activo antes de invertir en él su dinero”.

A través de la DD, se compartirá información para negociar (por ejemplo, para determinar el tipo de canje) y pautar el procedimiento. Sin esta información las partes no estarían en condiciones de tomar decisiones correctas y, en consecuencia, las negociaciones no podrían avanzar. A la vista de esta información, las partes se consideran en libertad para no concluir el cierre de las negociaciones.

En la práctica si interviene una sociedad cotizada, la DD suele encomendarse a una empresa de auditoría relevante. Además, la información resultante del ejercicio de la DD puede ser una magnífica herramienta para dar continuidad a la dirección y gestión de la sociedad resultante. El coste de la DD puede quedar cubierto, en todo caso, por el ahorro que puede suponer a largo plazo<sup>52</sup>.

El proceso de DD requiere de un estricto cumplimiento de los deberes de colaboración, información y confidencialidad. Por un lado, es cierto que corresponde a cada parte, el deber de buscar información sobre las otras sociedades participantes en la fusión, pero también debe cooperar con su contraparte, dando respuesta concreta a las peticiones expresas de información que se le puedan formular. Este deber es una manifestación del deber de colaboración que mejora la seguridad jurídica<sup>53</sup> de las partes respecto de la fusión que va a tener lugar. Por ello, los deberes colaborativos adquieren especial protagonismo, ya que delimitan, configuran y modulan el deber de información<sup>54</sup>. Al mismo tiempo, quien elabora una DD estará sujeto al deber de facilitar información que sea exacta y veraz y que no conduzca a error, evitando omisiones o, de lo contrario, se incurrirá en responsabilidad. Mediante el suministro de información, se accede a información sensible, secretos industriales y *know how*, lo cual supone la vinculación del deber de información con el deber de confidencialidad. En este sentido, el carácter confidencial de la información resultará bien de manera expresa de la declaración de quien así la considere (por ejemplo, fijando acuerdos o cláusulas de confidencialidad<sup>55</sup>), o tácitamente de las circunstancias.

Debería llevarse a cabo lo antes posible para minimizar al máximo los riesgos de la fusión. Es habitual que se acuerde su inicio en la *letter of intent*, que tiene la función de impulsar la negociación. A partir de este momento, se establece un “marco seguro” para el suministro de información mediante la asunción de obligaciones de confidencialidad (normalmente mediante un acuerdo de confidencialidad que protegerá la información durante todo el proceso, no solo en la fase preliminar). En el proceso de DD, se irán elaborando toda una serie de informes intermedios o borradores del informe definitivo.

En cuanto al desarrollo físico de la DD nos podemos encontrar con muy distintos escenarios. El lugar físico o virtual en el que se pondrá la documentación a disposición de los potenciales

<sup>52</sup> Véase un estudio detallado del contenido de las DD en HALLET CHARRO, R., "Due diligence" en AA.VV. (dir. Álvarez Arjona, Carrasco Perera) en *Adquisiciones de empresas*, 5ª ed., Thomson Reuters Aranzadi 2019, pp. 163-226.

<sup>53</sup> En este sentido, el art. 5. 1. 3 (Cooperación entre las partes) de los Principios UNDRIT sobre los Contratos Comerciales Internacionales 2010 (*Restatement of Contrats*), indica que “cada una de las partes debe cooperar con la otra cuando dicha cooperación pueda ser razonablemente esperada para el cumplimiento de las obligaciones de esta última”.

<sup>54</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 484.

<sup>55</sup> Véase más sobre más sobre acuerdos, cláusulas de confidencialidad y obligaciones y responsabilidades de las partes en PENDÁS AGUIRRE, A., “Due Diligence”, en *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Beneyto y Largo Gil (dirs.), Bosch, Barcelona, 2010, pp. 164 y ss.

adquirentes y sus asesores es conocido como *Data Room*<sup>56</sup>. La práctica generalizada tiende hacia los *Data Room* virtuales, accediendo a repositorios documentales virtuales con la información que se quiere analizar. En este punto cabe aludir a los deberes de protección de la documentación entregada así como de los datos facilitados verbal e informáticamente. Estos últimos además gozarán de la debida protección de datos, derivándose, en su caso, las correspondientes responsabilidades administrativas, civiles, penales y laborales.

### 5.3 Preacuerdos sobre concretos contenidos del futuro proyecto.

Dada la complejidad de este tipo de operaciones, es habitual que las partes se tomen su tiempo en acordar los términos, materias y aspectos definitivos de la fusión; y, en particular, del futuro proyecto. Por ello, se van elaborando acuerdos abiertos diferidos en el proceso de negociación a través de los que progresivamente se van concretando contenidos para alcanzar la plena integración de las partes interesadas. Las partes recurren a ellos para evitar algunas incertidumbres que el régimen jurídico legal de las negociaciones lleva consigo, aunque sin alcanzar de manera inmediata las consecuencias, los efectos o el régimen jurídico de un acuerdo que se considere cerrado<sup>57</sup>.

En algunos casos, podemos estar bien ante precisas obligaciones de hacer u observar una determinada conducta, pero no de manera inmediata, sino diferida en el tiempo y en los que faltará la determinación de las bases o el contenido reglamentado del proyecto de fusión o estar ante supuestos de un precontrato que contuviera con suficiente precisión el contenido legalmente exigible al proyecto común de fusión<sup>58</sup>. En este caso, puede calificarse no de meros tratos preliminares, sino que llevan el programa negocial más allá de los tratos preliminares y pueden calificarse, en ocasiones, de auténticos precontratos<sup>59</sup>. No debe dejar de recordarse que, en la medida en que las actuaciones se desarrollan en la fase preparatoria del proyecto de fusión, aunque sea mediante la articulación de una pluralidad de contratos sucesivos, solo hay negociaciones, que pueden culminar o no en un proyecto de fusión<sup>60</sup>. Al haber solo negociaciones, el aspecto más relevante es la huida de un compromiso en firme y definitivo<sup>61</sup>, que se manifiesta, aunque no necesariamente, en la inclusión de declaraciones expresas sobre qué contenido será vinculante o cuál no. Por ello, en la medida que delineen el negocio, encontraremos manifestaciones o garantías por medio de la inclusión de cláusulas de responsabilidad por culpa en el supuesto de ruptura injustificada de negociaciones (*break-up fees*), cláusulas penales o incluso sin necesidad de tales cláusulas se podrá estar ante responsabilidad por culpa “*in contrahendo*”.

<sup>56</sup> Cuando se trata de *Data Room* físico, se mantiene aquella documentación debidamente custodiada, llevándose a cabo en él su consulta, sin que la documentación facilitada pueda salir de ellos. No obstante, en la práctica y con las nuevas tecnologías, se ha ido imponiendo los *Data Room* virtuales, consistentes en una página web, en la que se carga la documentación necesaria y que debe ser analizada.

<sup>57</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 460.

<sup>58</sup> Si estuviesen todos los elementos o contenidos ya no estaríamos ante un precontrato sino ante un contrato y no es el caso.

<sup>59</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 463.

<sup>60</sup> LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto ...”, cit., pp. 438-439, añade que: “En último término, el proyecto de fusión será sometido para su firma a todos los administradores quienes, al hacerlo, asumen la autoría del referido documento en tanto integrantes del órgano social de administración”.

<sup>61</sup> Véase TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 461, siguiendo la línea interpretativa de autores como CARRASCO PERERA al que cita en nota al pie 82.

Estos preacuerdos se pueden plasmar en diversos documentos a los que dependiendo de las circunstancias concurrentes (momento en que se redactan, carácter unilateral, bilateral, plurilateral, intensidad del compromiso alcanzado o adquirido, etc.) toman pluralidad de denominaciones<sup>62</sup> tales como *letter of intent*, memorándum de entendimiento, anteproyectos, tratados provisionales o protocolos de integración o fusión. En este trabajo, nos centraremos exclusivamente en los protocolos por ser instrumentos de gran relevancia jurídica al ordenar procedimientos de gran envergadura como es una fusión transfronteriza con intervención de una sociedad cotizada y utilidad práctica ya que contribuyen a definir las bases para el desarrollo de la operación.

No crean vinculaciones de índole contractual en orden a la fusión, ya que no tienen como objeto la conclusión del negocio definitivo. En cambio, en la medida que determinen los elementos esenciales, el protocolo de fusión puede calificarse como precontrato y producir efectos promódicos o de preeficacia en relación con el proyecto de fusión<sup>63</sup>. A lo que cabe añadir que el consentimiento de las partes al referido protocolo no es suficiente, sino que al final del procedimiento se deberá producir una nueva declaración de voluntad con el acto de otorgamiento del proyecto de fusión.

Todavía nos hallamos en una fase prenegocial por lo que rige el principio de buena fe *in contrahendo*. Los negociadores deberán ser serios, leales, corteses y perseverantes, todo dentro de la libertad de que siguen disfrutando. De ahí que se impongan obligaciones de transparencia y sinceridad en cuanto a los datos que faciliten. Cualquier conducta constitutiva de mala fe entrañará posible responsabilidad precontractual agravada en comparación con la deducible en los acuerdos preliminares que tienen por objeto únicamente las negociaciones. Esto implica que, ante la imposibilidad de ejecución específica, pueden surgir obligaciones indemnizatorias por daños y perjuicios que incluyan incluso el lucro cesante.

Respecto al contenido de los preacuerdos aludidos en este apartado, encontraremos cuestiones relativas a temas delicados que se habrán ido tratando durante las negociaciones, objetivos comunes, los verdaderos motivos para la elección de la fusión, modalidad escogida fusión -por creación de una nueva sociedad o mediante absorción-, valoración de las entidades, etc...<sup>64</sup>. Pero, como señalábamos anteriormente, también es posible encontrar acuerdos de carácter programático como el plan de trabajo, líneas o directrices fundamentales a seguir para alcanzar la meta que las partes pretenden. Normalmente, el contenido del protocolo tiende a incluirse en el proyecto de fusión, pero no es obligatorio que así sea. En ocasiones, habrá contenidos del protocolo que no se incluyan en el proyecto o que estén redactados de manera distinta. Ante estas dos últimas posibilidades, los contenidos que no se recojan tal y como hacía el protocolo también serán exigibles, en la medida que las partes hayan querido darles ese valor u obligación de vincular. Por ello, habrá que estar a la

<sup>62</sup> Véase TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 459.

<sup>63</sup> La referida autora indica que incluso suscrito por las partes, no constituye precontrato y que quizás podría ser considerado como un acuerdo de bases. LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., p. 205. En cambio, el referido autor entiende que en el caso de que sí hayan quedado determinados los elementos instrumentales o complementarios del mismo, el protocolo de fusión puede calificarse como precontrato y dicho protocolo produciría efectos preeficaces en relación con el proyecto de fusión transfronteriza de SA. TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 465.

<sup>64</sup> El contenido propuesto es puramente indicativo, véase LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., p. 201.

propia redacción de los acuerdos, en donde encontraremos cláusulas cuyo contenido obliga a las partes, cláusulas cuyo contenido no obligan a las partes o incluso cláusulas penales.

Finalmente, los protocolos tienden a confundirse semánticamente con el proyecto de fusión, ya que suelen articularse mediante una sucesión de acuerdos que van definiendo sectorialmente los términos de la fusión<sup>65</sup>. A diferencia del proyecto, es un documento de carácter reservado y que no reviste carácter imperativo. Tampoco existe la obligación legal de publicarlo, por lo que será recurrente que las partes los redacten sin grandes formalismos.

Su contenido no predetermina el contenido del proyecto de fusión. En él se vierten datos de interés para la preparación de la fusión, así como elementos clave para la postfusion, que servirán de punto de referencia para el desarrollo de la operación y para la interpretación del proyecto de fusión, una vez que haya sido adoptado. Así tendrán valor probatorio, lo que es decisivo para poder ejercitar posibles acciones por daños, ya sea por la retirada injustificada de las negociaciones previas, ya sea en general por lesionar la confianza ajena<sup>66</sup>. Mientras el proyecto de fusión es único, lo más habitual es que se elaboren varios protocolos en el curso de una misma fusión (simplemente protocolo o también protocolo inicial y los anexos al mismo). Tampoco es necesario que el protocolo sea firmado por los órganos de administración de las sociedades implicadas como sí sucede con el proyecto.

## 6. Difusión pública de información privilegiada, confidencialidad y medidas de salvaguarda de la información privilegiada derivadas de la intervención de una sociedad cotizada en el proceso de fusión.

### 6.1 La colisión entre el interés general en la plena transparencia y el legítimo interés de las sociedades participantes en la fusión a la confidencialidad durante el desarrollo de la operación.

En la fusión transfronteriza en que intervienen sociedades cotizadas, se impone la sincronía y simetría<sup>67</sup> entre dos procesos paralelos, el proceso societario que hemos descrito y el que se debe desarrollar paralelamente en el mercado de valores mediante la publicación de hechos relevantes y la suspensión<sup>68</sup> de negociación de las acciones afectadas en los mercados regulados que resulten pertinentes. En particular, aquella sincronía resulta necesaria para evitar el uso y comunicación ilícita de la información.

Para alcanzar un equilibrio entre el interés público en la plena transparencia exigido en el mercado de valores y la salvaguarda de los legítimos intereses privados de los emisores en el mercado consistentes en maximizar el valor de la sociedad participante en la fusión, la normativa establece una serie de excepciones y/o medidas en torno al empleo y comunicación de información privilegiada para ponderar ambos intereses y que su utilización no devenga ilícita.

<sup>65</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza ...*, cit., p. 463.

<sup>66</sup> LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., pp. 191-207.

<sup>67</sup> TAPIA HERMIDA, A. J., “Métodos de Concentración Transfronteriza Intracomunitaria de Sociedades cotizadas: Fusiones, OPAs y Otros Métodos Alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense, marzo 2007, pp. 18-19.

<sup>68</sup> La suspensión de la negociación puede darse en los supuestos de los arts. 20 a 22 RD-Ley 21/2017. Tendrá lugar en ocasiones muy puntuales, pero será útil cuando existan fugas de información. Será necesaria en aras de proteger a los inversores, así como para garantizar la accesibilidad en términos de igualdad a la información sobre la fusión.



Además, en principio, lo más sencillo es que la información privilegiada existente en este tipo de transacciones no se puede utilizar, comunicar, ni transmitir, por ejemplo, a las partes, abogados, etc. Sin embargo, esto resultaría dañoso para el emisor, ya que no poder utilizar la información sin divulgarla entrañaría un perjuicio para las sociedades que se fusionan y para el buen fin de la operación, por ello veremos como existen una serie de excepciones, acompañadas de medidas para proteger esa información salvaguardando el correcto funcionamiento del mercado de valores.

## 6.2 El concepto de información privilegiada y la fusión.

Comprender el concepto de información privilegiada tiene gran trascendencia e interés ya que nos ayudará a determinar cuáles son las informaciones que deben proporcionar al mercado los emisores en el cumplimiento de su deber de información continua al mercado en el contexto de la fase preliminar de una fusión.

El concepto de información privilegiada queda ampliamente definido en el art. 7 RAM y viene a aplicarse a efectos de la prohibición de operar con información privilegiada (abuso de información privilegiada) y a efectos de la obligación de información continua que se impone a los emisores en el art.17 RAM<sup>69</sup>.

Este artículo ha sido el resultado de sucesivas regulaciones emanadas de la UE partiendo esencialmente del art. 1.1 DAM, con mínimas mejoras de redacción, alguna pequeña aclaración del TJUE sobre el texto del DAM<sup>70</sup>, y otras novedades<sup>71</sup>.

En lo que respecta al Derecho español, la definición de información privilegiada se contenía en el art. 226 TRLMV, precepto que vino a transcribir sin modificación alguna el texto del art. 81.1 LMV. A diferencia de la regulación de la UE, nuestro ordenamiento, distinguía entre dos conceptos, el de información privilegiada fundamento de las prohibiciones de abuso de mercado mediante la utilización de esta información (art. 226 TRLMV) y el de información relevante que constituía el núcleo del deber de comunicación por los emisores de las informaciones susceptibles de afectar a la cotización de sus valores (art. 228.1 TRLMV). No obstante, de un análisis en profundidad de ambos conceptos, la doctrina llegaba a la conclusión de que eran coincidentes<sup>72</sup>. Este desajuste entre ambas

<sup>69</sup> Para un análisis más extenso entorno a esta obligación véase JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información privilegiada en los mercados de valores”, en *Revista de derecho mercantil*, nº 304, 2017, pp. 113 y ss.

<sup>70</sup> Como las relativas al carácter concreto de una información vertidas en la STJUE de 28 de junio de 2012, asunto C-19/11 (ECLI:EU:C:2012:397).

<sup>71</sup> Novedades relevantes fruto de la ampliación del ámbito de aplicación del RAM en su art. 2 como la necesidad de incluir informaciones relativas a instrumentos financieros negociados en cualesquiera mercados secundarios organizados e incluso a instrumentos no negociados en un mercado organizado si su precio o valor depende de los instrumentos financieros negociados en un mercado organizado o puede influir en el precio de los instrumentos negociados en estos mercados o en relación con los derechos de emisión o los productos subastados basados en esos derechos en la letra c) del apartado 1 del citado art. 7 RAM. Al mismo tiempo, desde la entrada en vigor del RAM el 3 de julio de 2016, siendo su contenido obligatorio y directamente aplicable desde esa fecha en todos los Estados miembros, ha sido desarrollado por un amplio elenco de Reglamentos delegados y de ejecución entre los que destacamos por su incidencia en la delimitación del concepto de información privilegiada, el Reglamento Delegado (UE) 2016/ 958 y el Reglamento Delegado (UE) 2016/960 . A estos desarrollos hay que añadir las Directrices, Informes y otros documentos de interés elaborados por la ESMA y la CNMV.

<sup>72</sup> HERNÁNDEZ SAINZ, H., “Capítulo 11. Transparencia y abuso de mercado. Las normas de conducta”, en *Sociedades cotizadas y transparencia de mercados*, Thomson Reuters Aranzadi, 2019, apartado I. El concepto de información privilegiada como elemento nuclear de la normativa sobre el abuso de mercado.



normativas derivaba de la falta de adaptación de nuestra regulación al RAM. A pesar de que sus disposiciones prevalecían sobre Derecho interno, a efectos de no provocar inseguridad jurídica, convenía modificar la normativa española para garantizar la plena coherencia con el Derecho de la UE en materia de abuso de mercado. Finalmente, tras varios intentos infructuosos, el apartado décimo tercero de la Disposición final novena del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera<sup>73</sup> (en adelante RD-Ley 19/2018), vino a eliminar las definiciones de información privilegiada e información relevante contenidas en los arts. 226 y 228 del TRLMV, evitando así cualquier discrepancia que pudiese generarse entre la situación existente en el Derecho español y europeo. La adaptación definitiva al RAM se completó con la derogación del RD 1333/2005 por el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores<sup>74</sup>. Con esa regulación, el concepto de información privilegiada quedaría determinado en exclusiva por el art. 7 RAM.

El concepto se sustenta sobre la concurrencia de cuatro características que debe reunir la información, como son: la concreción, la ausencia de publicidad, la relevancia y la referencia directa o indirectamente a valores negociables o instrumentos financieros o a emisores de tales valores o instrumentos.

El primer elemento fundamental se refiere a que sea una información concreta, entendida como sinónimo de precisa. Debe considerarse concreta tanto la información relativa a circunstancias o hechos que hayan sucedido y sobre cuya producción o existencia exista prueba firme y objetiva (*hard information*), como la relativa a hechos o circunstancias que aún no se han producido (*soft information*), pero que puede esperarse o exista una expectativa razonable de producción, considerada por un inversor sensato a la vista de la información existente en aquel momento (*ex ante*)<sup>75</sup>. Será suficiente con que el hecho o circunstancia que aún no ha sucedido tenga un objeto determinado, se pueda describir y situar en el tiempo y en el espacio y atribuir a unos sujetos. Como ocurre, por ejemplo, en la programación de las fases en base al protocolo inicial, ya que todavía no hay una prueba firme de que se va a producir la fusión, puesto que los protocolos no obligan a que se ejecute la fusión, pero, a la vista de este documento, podría esperarse razonablemente que se produjese tal fusión en un futuro si las negociaciones siguen su cauce esperado. Tampoco parece que exista problemas en considerar precisa la información una vez se ha tomado una decisión o adoptado un acuerdo firme en el proceso de fusión, puesto que, entonces, la probabilidad de que la fusión culmine con éxito es elevada y el inversor puede confiar de manera suficiente en dicha información para la toma de sus decisiones<sup>76</sup>. Por ejemplo, entenderemos por información de carácter concreto la decisión de iniciar un proceso de fusión o de reestructuración societaria aún cuando la operación por circunstancias ajenas a las partes pudiese tener una evolución no prevista. En cambio, no puede considerarse que tenga carácter concreto “la información referida a

<sup>73</sup> BOE 24 de noviembre de 2018.

<sup>74</sup> BOE 28 de diciembre de 2018.

<sup>75</sup> STJUE de 28 de junio de 2012, asunto C-19/11, (ECLI:EU:C:2012:397), apartado 49 se añade que: “se refiere a las circunstancias y los hechos futuros sobre los que, a partir de una apreciación global de los elementos de información ya disponibles, se pone de manifiesto una perspectiva real de que existirán o se producirán”.

<sup>76</sup> Para mayor extensión del contenido de lo que no es información concreta, véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Aranzadi, Cizur Menor, 2007, pp. 312 y ss.

circunstancias y a hechos cuya realización futura no sea probable. En efecto, en caso contrario, los emisores podrían considerarse obligados a hacer pública información desprovista de carácter concreto o incapaz de influir en la cotización de sus instrumentos financieros”<sup>77</sup>.

El segundo elemento que caracteriza la información como privilegiada es que no se haya hecho pública<sup>78</sup>. En este sentido no habrá que confundir la información que no se haya hecho pública con la secreta. La información privilegiada es una información que está llamada a ser hecha pública por lo que tiene como destino natural su divulgación más o menos temprana (por ejemplo, el anuncio de fusión se va a hacer público siempre). Pero la información secreta es aquella que no es pública y que por deseo legítimo de su titular no va a serlo nunca (por ejemplo, ciertas informaciones obtenidas en el proceso de DD como puede ser el *know how*) que no están llamadas a hacerse públicas en ningún momento. En el hipotético caso en que, durante el proceso de negociación, se produzca una fuga de información secreta y exista riesgo de que la vayan a hacer pública, se convertirá en información privilegiada (a pesar de estar ante una conducta ilícita).

El tercer elemento determina que la información debe ser lo suficientemente relevante<sup>79</sup> como para que de hacerse pública pudiese influir de manera apreciable sobre los precios de uno o varios instrumentos financieros o de un instrumento derivado relacionado con ellos (art. 7.1 RAM).

Finalmente, para considerar como privilegiada una información, además de tener los elementos analizados hasta el momento (precisión, ausencia de publicidad, relevancia), debe tener un determinado contenido. Esta característica se cumple siempre ya que la información se referirá a sociedades cotizadas. En concreto, debe referirse directa o indirectamente<sup>80</sup> a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados<sup>81</sup>. Así, por ejemplo, constituye una operación con información privilegiada negociar con acciones de la filial del grupo que va a fusionarse, estando en posesión de información privilegiada sobre un posible cambio de control de la matriz por ser miembro del consejo.

<sup>77</sup> STJUE de 28 de junio de 2012, asunto C-19/11, (ECLI:EU:C:2012:397), apartado 48.

<sup>78</sup> De manera contraria, no es información concreta: la información excesivamente general o vaga sobre la que sea posible extraer conclusiones en cuando a los posibles efectos que pueda tener sobre el precio de los instrumentos financieros; los rumores por ser informaciones inciertas que según la doctrina mayoritaria carecen de concreción; informaciones falsas; elaboraciones subjetivas del tipo valoraciones, estudios, análisis, informes y recomendaciones; finalmente tampoco se considerará concreta las estadísticas o sondeos. Para mayor extensión del contenido de lo que no es información que no se haya hecho pública véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada...*, cit., pp. 319-361.

<sup>79</sup> El concepto de relevancia es un concepto jurídico difícil de precisar, por ello recomendamos véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada ...*, cit., pp. 361-394.

<sup>80</sup> La distinción entre información privilegiada que concierne directa o indirectamente al emisor es de difícil distinción. Por ejemplo, a pesar de que el Comité de Reguladores de Valores Europeos elaborara unas listas con información de una u otra clase, los supuestos se consideraban dudosos. Por ello los comentaristas entienden una u otra tal, véase JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información...”, cit., p. 129 categoriza en “informaciones internas” ( si sería información que debería publicarse bajo la responsabilidad de emisores) ; “información externa” ( en principio no quedaría bajo la responsabilidad de los emisores, pero se prestan excepciones) y las “informaciones generales del mercados” ( de igual manera principio no quedaría bajo la responsabilidad de los emisores, pero se prestan excepciones). Sin embargo, se observa de esta categorización como no hay un concepto claro ya que la regla general se presta a excepciones importantes en cada categoría de información.

<sup>81</sup> En relación con este elemento véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada ...*, cit., pp. 395 y ss.

En definitiva, la aplicación de esta definición no es sencilla en relación con la información que se genera o transmite en la fase preliminar de una operación de fusión. Se trata de información que evoluciona y se expande en un tiempo más o menos prolongado y, además, tiene un final incierto. Durante el desarrollo de esta operación se genera o intercambia un volumen importante de información. Información que podríamos clasificar de irrelevante para el futuro desarrollo de la empresa, o información relevante que, en algunos casos, no será llamada a hacerse pública nunca (como son, por ejemplo, algunas informaciones que se intercambian en la DD, de la que se desprenderán los elementos suficientes para en un futuro determinar los tipos de canje, que generalmente serán informaciones de carácter confidencial bastando con observar los acuerdos que se firman para su no divulgación con independencia de que se produzca o no la fusión) mientras que otros casos sí y es, en este último caso, en donde situaríamos el concepto de información privilegiada.

Además, en estos supuestos hay, por un lado, el resultado final de la operación, un hecho futuro más o menos probable (por ejemplo, la fusión) y, por otro, unas etapas intermedias que se suceden a lo largo del proceso (por ejemplo, la firma de la *letter of intent*, la realización de una DD, un protocolo, etc.)<sup>82</sup>. Luego el problema consiste en determinar qué es información privilegiada. Antes del RAM, existía falta de igualdad de criterio en determinar si solo el resultado final, o si también las etapas intermedias constituían como tal información privilegiada a los efectos de la obligación de difusión. En algunas jurisdicciones, como la española o la italiana, se imponía la idea de que sólo el resultado final se tenía que difundir públicamente, aun cuando las etapas intermedias pudieran cumplir en sí mismas los requisitos de información privilegiada. Incluso, en el caso italiano, la autoridad supervisora permitía aplazar la difusión hasta que las negociaciones no se considerasen lo suficientemente maduras. Esta concepción beneficiaba claramente al emisor que podía mantener reservada más tiempo la información, pero incrementaba los riesgos de casos de *insider trading*. En otros países como Alemania, se estimaba que una etapa intermedia que tuviera la consideración de información privilegiada hacía surgir a la vez la obligación de abstenerse de utilizar dicha información y de hacerla pública (*one-step system*). En cambio, esta concepción tiene los riesgos de abocar a una divulgación temprana que puede perjudicar el desarrollo de la operación, generar expectativas inciertas o variaciones en los precios de cotización poco justificadas.

La regulación vigente aborda con más detalle esta cuestión y busca una posición de equilibrio. Así el art. 7.2 RAM<sup>83</sup> parte de considerar que las etapas intermedias existentes en los procesos prolongados pueden ser “información de carácter concreto”. La información sobre una fase intermedia es información concreta si es lo suficientemente específica para que se pueda deducir de ella una conclusión sobre el posible efecto de la serie de circunstancias o el hecho al que se refiere en la cotización de los instrumentos financieros afectados. Si se excluyeran del concepto de información estas informaciones que tienen lugar en la fase preliminar se reduciría a cero la

<sup>82</sup> JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información...”, *cit.*, p. 131.

<sup>83</sup> Norma que reproduce una parte del fallo de la STJUE en el caso entre Markus Gelth contra Daimler AG que se refiere al concepto de información privilegiada a los efectos de difusión de dicha información. Véase Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda) de 28 de junio de 2012, asunto C-19/11, (ECLI:EU:C:2012:153), que tiene por objeto una petición de decisión prejudicial presentada por el Tribunal Supremo Federal (Bundesgerichtshof) de Alemania (TJCE 2012, 163).

obligación de hacer pública la información sobre procesos en marcha o circunstancias aún no acaecidas, pero de las que se puede esperar razonablemente que sucedan, pues un proceso siempre podría considerarse una fase de otro más amplio<sup>84</sup>. En tal supuesto la persona en conocimiento de la información durante ese periodo estaría en posición claramente ventajosa frente al resto de inversores<sup>85</sup>. Consiguientemente, se establece que una de esas etapas intermedias tendrá la consideración de “información privilegiada”, si con el requisito anterior de “carácter concreto”, evidentemente y como recuerda el art. 7.3 RAM, reúne el resto de los requisitos que exige el propio art. 7 RAM. No obstante, como veremos más adelante, establece todo un completo sistema que permite el retraso en la difusión de la información con garantías que eviten su uso indebido.

Dicho lo cual, muchas de las informaciones que acontezca en esta fase preliminar podrán considerarse como información privilegiada. No obstante, el límite se encuentra en si ha sido publicada por la empresa o no, es decir, si todo lo que no se haya hecho público y pueda afectar al desarrollo futuro de la empresa puede considerarse como privilegiada. Así antes del anuncio de una fusión que no se ha hecho pública, el que conozca de este acontecimiento tiene información privilegiada y podrá lucrarse con información que no tiene el resto. Así el simple hecho de entablar negociaciones puede considerarse en sí mismo información privilegiada, también los propios acuerdos o decisiones a los que lleguen la partes que tengan, por ejemplo, por objeto exclusivo regular el proceso de negociación en la fase preliminar (por ejemplo, los protocolos iniciales que prevén que la firma del proyecto será en una fecha determinada, también el informe final del auditor antes de su publicación<sup>86</sup>), tanto como los preacuerdos que tengan por objeto concretos contenidos sobre el futuro proyecto. En ambos casos nos encontraríamos ante supuestos la probabilidad de que la fusión culmine con éxito es más o menos real. También será información privilegiada el conocimiento de detalles de la fusión, como puede ser la manera en que se va a determinar el tipo de canje o la firma de un protocolo, ya que es información muy madura sobre la operación.

### 6.3. La lícita utilización de información privilegiada en la fase preliminar de la fusión

No obstante, el mero hecho de tener acceso a la información privilegiada de otra empresa o su utilización o comunicación durante los tratos preliminares no determina que estemos ante una operación con información privilegiada susceptible de sanción. De manera que su utilización será lícita siempre que los sujetos en poder de dicha información (art. 8. 2 RAM), la empleen para fines legítimos, es decir, para posibilitar el desarrollo y/o posible éxito de la operación y no implique beneficio injustificado, propio o de un tercero.

En concreto, el art. 9 del RAM recoge un conjunto de conductas, que impiden calificar de ilícita la actuación del iniciado (persona física o jurídica) en operaciones con información privilegiada (art.8 RAM) y a efectos de lo dispuesto en relación con la prohibición de las operaciones con información privilegiada y de la comunicación ilícita de información privilegiada (art. 14 RAM). En concreto

<sup>84</sup> HERNÁNDEZ SAINZ, H., “Capítulo 11. Transparencia y abuso de mercado...”, *cit.*, apartado IV, 1.3 El carácter concreto de la información relativa en fases intermedias en un proceso prolongado en el tiempo.

<sup>85</sup> STJUE de 28 de junio de 2012, asunto Gelit y Daimler, C- 19/11 (ECLI:EU:C:2012:397), apartado 36.

<sup>86</sup> De acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad y Auditoría mencionadas tanto en la Directiva 2006/43/EC (art. 26) como en el Reglamento 537/2014 (art. 9), el auditor debe tener acceso a información que puede considerarse privilegiada, en tales casos el informe aludido podría considerarse información privilegiada.

nos interesa el contenido que recoge este artículo en su apartado cuarto, puesto que describe la conducta legítima en operaciones con información privilegiada (art. 8 RAM) en el marco de una fusión. Así el mero hecho de poseer información privilegiada no es ilícito, siempre que se haya obtenido por y para la operación en cuestión, es decir, que no se emplee para otros fines u objetivos y “siempre que en el momento de la aprobación de la fusión toda información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información privilegiada” (art. 9.4 RAM).

Solo si la autoridad competente estima que “tras esas operaciones, órdenes de negociación o conductas no hubo razones legítimas” también podrá considerarse que se ha infringido la prohibición de operar con información privilegiada establecida en el art. 14 del RAM.

#### 6.4. El deber de difusión inmediata de información privilegiada y sus excepciones durante la fusión.

##### *6.4.1. El deber de difusión de información privilegiada.*

El deber de difusión pública de información privilegiada (también denominada información relevante a estos efectos) se rige por el art. 17 del RAM. Cuando una información reúna todos los elementos esenciales exigidos para ser considerada privilegiada, el emisor deberá difundirla “tan pronto como sea posible”. No está obligado a difundir cualquier información privilegiada, sino solo aquella “que le concierna directamente” (art. 17 RAM).

Partiendo de este precepto, debemos señalar que la obligación de difusión responde a diferentes funciones<sup>87</sup>. En primer lugar, actúa como mecanismo de protección de los inversores, ya que esta información podrá ayudarles a no ser inducidos a engaño o error sobre el verdadero valor de los instrumentos financieros de su interés y les ayudará en la toma de decisiones. Además, es esencial para garantizar la eficiencia del mercado en la formación de precios, ya que esta información servirá para completar la información periódica que también deben difundir los emisores con valores admitidos a negociación en un mercado secundario (véase los arts. 118, 119 y 120 del TRLMV)<sup>88</sup>. Este deber de difusión actúa como un mecanismo de cierre del sistema de información regulada de los mercados secundarios<sup>89</sup>. Finalmente, servirá para prevenir el abuso de información privilegiada por parte de los iniciados. Por ello, tan pronto como surja (por ello se le conoce como publicidad “episódica” o “ad hoc”) y reúna los requisitos establecidos por la normativa, deberá ser difundida para evitar la comisión de abusos por unos pocos iniciados. Desde el momento en que se hace accesible a todos los inversores, quién pudiera encontrarse en situación de privilegio perderá esa ventaja<sup>90</sup>.

<sup>87</sup> Son tres las funciones que destaca JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información...”, *cit.*, p. 117.

<sup>88</sup> Ambas pertenecen al mismo sistema de EU *mandatory disclosure requirements*, sin embargo entre sus principales diferencias se pueden destacar, en primer lugar, la información periódica tiene lugar en fechas determinadas mientras que la información privilegiada depende del momento en que esta tenga lugar y habrá que publicarla tan pronto como suja; en segundo lugar la información periódica tiene un contenido reglado por el legislador mientras la información privilegiada dependerá en cada caso; en tercer lugar la información periódica suele ser más extensa que aquella que recoge la información privilegiada que suele ser una noticia breve o anuncio; finalmente la información periódica puede recoger datos más o menos relevantes para la cotización de los valores mientras que la información privilegiada consiste siempre, por definición, en datos/hechos que pueden influir sensiblemente en precios. Véase más sobre este tema en JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información...”, *cit.*, p. 123.

<sup>89</sup> HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada...*, *cit.*, p. 249 en nota al pie 123 y p. 731.

<sup>90</sup> HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada...*, *cit.*, p. 324-325.

La singularidad de la difusión pública de información privilegiada reside en que no pretende impedir la utilización abusiva de una información privilegiada, sino directamente hace “desaparecer” esa cualidad de la información, pues la información pública no es información privilegiada<sup>91</sup>. Este deber de difusión tiene como objetivo que los inversores dispongan, lo antes posible, de datos relevantes para tomar sus propias decisiones (invertir/desinvertir en dicha empresa o incluso sobre otras que pertenezcan al mismo sector económico-empresarial), garantizando la igualdad de acceso. La difusión de la información no solo se utilizará en beneficio del público inversor, sino que, en algunas ocasiones, será la propia empresa quién tenga interés en la divulgación de estas informaciones, por ejemplo, para impulsar al alza la cotización o lograr mejores condiciones en las negociaciones con las partes implicadas.

Además, este deber tendrá que ajustarse al contenido de los arts. 2 y 3 del Reglamento UE 2016/1055 en cuanto a los medios de difusión. Con esos medios, el emisor debe asegurarse de que la información privilegiada se hace pública “de una manera que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por el público” (art. 17.1 RAM). Con arreglo al Reglamento, la información se divulgará a un público lo más amplio posible y en condiciones no discriminatorias, de forma gratuita y de manera simultánea en toda la UE (art. 2.1 a) y se deberá comunicar, directamente o por medio de un tercero, a medios de comunicación en los que el público razonablemente confíe para garantizar su difusión eficaz (art 2.1b). En el momento de difundirla se especificará que es de carácter privilegiado, la razón social completa del emisor, la identidad de la persona que presenta la notificación, el objeto de la información y la fecha y hora de la comunicación. Además, se transmitirá por medios que garanticen su completitud e integridad. El emisor subsanará sin demora cualquier fallo o error de la comunicación.

Finalmente, el artículo 3 señala los requisitos que deben reunir los sitios web en los que el emisor incluirá y mantendrá la información privilegiada: primero debe permitir a los usuarios acceder a la información “en condiciones de no discriminación y de forma gratuita” (art. 3 a); segundo, debe permitir que quién acceda identifique en una sección rápidamente dicha información (art.3 b) sin ser necesaria una sección dedicada en exclusiva, sino que es suficiente con presentarla siempre que sea fácil y claramente identificable<sup>92</sup>; y, tercero, debe garantizar que la información se acompaña de la fecha y hora de divulgación y se presenta en orden cronológico (art. 3 c). Finalmente, el RAM añade que “*en su caso*”<sup>93</sup>, es posible la incorporación a un sistema central de almacenamiento de la información regulada. En España este mecanismo se regula en los art. 238 TRLMV y art. 5 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro

<sup>91</sup> Véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada...*, cit., p. 732, quien por ello prefiere no incluirla en un estricto catálogo de mecanismos preventivos del abuso de información privilegiada.

<sup>92</sup> JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información...”, cit., p. 135.

<sup>93</sup> Esta expresión que emplea el Reglamento sólo existirá para los emisores que hayan obtenido o solicitado la aprobación para la admisión a negociación de sus instrumentos financieros en un mercado regulado, y no en cambio para aquellos otros cuyos instrumentos se negocien exclusivamente en un sistema multilateral de negociaciones o sistema organizado de contratación. Véase JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información...”, cit., p. 135 nota al pie 99.

mercado regulado de la Unión Europea<sup>94</sup> (en adelante RD 1362/2007) y es el “registro de información regulada” de la CNMV. Cuando un emisor publica información regulada, incluida la privilegiada debe remitirla simultáneamente a la Comisión para que la incorpore en el registro (art. 6.1 RD 1362/2007). Estas previsiones del RAM se completan desarrollan con lo dispuesto en el Reglamento UE 2016/1055.

#### *6.4.2. El retraso del deber de difusión de información privilegiada durante la fusión y las medidas para evitar su utilización indebida.*

En principio la información privilegiada debe difundirse, pero en el art.17.4. II del RAM enuncia una excepción al deber general, ofreciendo la posibilidad de que el emisor y bajo su responsabilidad retrase la difusión de información que se produzca dentro de un proceso prolongado y sea relativa a tal proceso con sujeción a las normas establecidas para caso de retraso (Considerando 49 del RAM). Esta excepción responde a que, en determinados casos, una temprana difusión podría generar confusión en el mercado, así como provocar alteraciones en la cotización o incluso truncar la propia fusión todavía incierta.

Aunque parezca que con ella se beneficia solo al emisor, también se quiere beneficiar al inversor que tendrá acceso a una información puntual, racional y en el momento adecuado. Además, al producirse un incumplimiento “temporal” de los fines perseguidos por el deber general, se aboga por una interpretación restrictiva de la norma de referencia y la necesidad de reunir los requisitos legalmente previstos al efecto.

En relación con este estudio, nos interesa el retraso que se produce en interés del emisor<sup>95</sup>, sujeto a la concurrencia de tres condiciones que deben cumplirse de manera cumulativa (art. 17.4 RAM). La primera será “que la difusión inmediata pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor” (art. 17.4 a) RAM), la segunda condición necesaria será “que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño” (art 17.4 b) RAM) y la última de las condiciones indispensables será “que el emisor o el participante del mercado de derechos de emisión esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información” (art 17.4 c) RAM). Cuando una de esas condiciones deje de cumplirse, el emisor quedará sometido nuevamente a la obligación de difundir “lo antes posible” esa información. Por ejemplo, serán supuestos de información privilegiada cuya divulgación puede aplazarse durante la fase preliminar “negociaciones en curso, así como decisiones tomadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano de ese emisor para hacerse efectivos”<sup>96</sup>.

La norma no expresa un periodo de duración máximo para ese retraso en la difusión; por lo que, en ocasiones, podrá ser un periodo corto, pero en otros casos, como ocurre en la fusión sometida a

<sup>94</sup> BOE 20 de octubre de 2007.

<sup>95</sup> Se descarta el retraso en interés del público regulado en el art 17.5 RAM ya que las sociedades que abordamos en este trabajo no reúnen las condiciones del art. 4 apartado 1 punto 1 relativas a entidades de crédito del Reglamento UE nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (DOUE nº L 176 de 27 de junio de 2013).

<sup>96</sup> Véase apartado 32 de la STJUE de 28 de junio de 2012, asunto C- 19/11, (ECLI:EU:C:2012:397).



procesos prolongados en el tiempo, puede durar semanas e incluso meses. Por ello, en el momento en que esa información deba difundirse habrá de hacerlo en una versión actualizada, aunque de manera excepcional, el art. 7 RAM exonerará del deber de difusión cuando durante dicho retraso pierda el carácter de información privilegiada (por ejemplo, por abandono de las negociaciones de la fusión o información que de algún modo ya se hubiera hecho pública). El emisor retrasará dicha información “bajo su responsabilidad” (art. 17.4 RAM) y bastará con que *ex post*<sup>97</sup> notifique a la autoridad competente, una vez la información se haya difundido, su decisión inicial de retrasar la divulgación de dicha información (art. 17.4 último párrafo). Entendemos que con este precepto se configura un sistema de valoración por el propio emisor, de manera que no tiene que pedir autorización y decide el momento de la difusión bajo su criterio. No obstante, el emisor deberá actuar con objetividad ya que, si dicha objetividad no fuese conforme a Derecho, de acuerdo con la autoridad competente, *ex post* se expondría a posibles sanciones.

Finalmente, la notificación que se efectúe deberá reunir los requisitos del art. 4 del Reglamento UE 2016/1055. Ante todo, la norma exige a los emisores que conserven en un soporte duradero determinados datos relacionados con el retraso de la difusión (como son, por ejemplo, las fechas y horas en que la información existió por primera vez y se adoptó la decisión del retraso; la identidad de las personas responsables de las decisiones de retrasar la difusión y hacerla pública; y las pruebas legales del cumplimiento de las condiciones legales para el retraso (art. 4.1 Reglamento UE 2016/1055). Luego se prevé que el emisor deberá informar a la autoridad competente, mediante una notificación por escrito, de cualquier retraso en la difusión de la información privilegiada y facilitar toda explicación por escrito de dicho retraso utilizando los medios electrónicos específicos que la autoridad haya determinado (4.2 Reglamento UE 2016/1055). La notificación deberá incluir, en todo caso, los datos de identificación de la información privilegiada divulgada con retraso, la fecha y hora de la decisión de retrasar la difusión y la identidad de todas las personas responsables de dicha decisión (4.3 Reglamento UE 2016/1055).

El retraso en la difusión de la información privilegiada queda igualmente previsto en el art. 299 del TRLMV, texto que no añade contenido, puesto que se remite de manera recurrente a la normativa comunitaria y, en concreto, al articulado del RAM.

#### *6.4.3. El control de las personas con acceso a la información privilegiada.*

Existe un determinado colectivo que, por su participación en los tratos preliminares de una fusión transfronteriza en la que participan sociedades cotizadas, tiene acceso a información privilegiada.

En la práctica, es bastante difícil detectar quién está en posesión de información privilegiada. Como señala el profesor SÁNCHEZ CALERO, la prohibición de la utilización de información privilegiada “es fácil de enunciar, pero más difícil conocer cuando se infringe”<sup>98</sup>. Ante la dificultad que plantea la detección de conductas ilícitas con información privilegiada, el RAM utiliza mecanismos

<sup>97</sup> Se trata de una novedad que se incorporó en el RAM y que ya venía haciéndose en España. La finalidad de esta notificación es valorar, al menos a posteriori, por la autoridad competente, si de alguna manera que cuando el emisor retrasó esa información se daban las condiciones necesarias para hacerlo.

<sup>98</sup> SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Discurso leído el 26 de marzo de 2001 en el acto de su recepción como académico de número, Madrid, 2001, p. 71.



específicos para el control del acceso a información privilegiada como las listas o registros de iniciados (art. 18 RAM) o las obligaciones de declaración de operaciones por parte de los administradores, directivos y otras personas estrechamente vinculadas a ellos (art. 19 RAM) y cuyo contenido se desarrollada por el Reglamento UE 2016/347.

Con estas medidas se quiere proteger la integridad del mercado; controlar los flujos de información privilegiada y contribuir al cumplimiento de la obligación de confidencialidad; así como servir de instrumento para facilitar la tarea de las autoridades competentes en el ejercicio de sus potestades de policía administrativa, determinando con exactitud la persona infractora y el momento en que tuvo a su alcance la información privilegiada. Estas listas constituyen un medio adicional para la supervisión del mercado por las autoridades competentes<sup>99</sup>. Finalmente, serán medidas disuasorias para la comisión de abusos de información privilegiada.

En relación con las listas de iniciados, los emisores o las personas que actúen en su nombre o por su cuenta tienen la obligación de elaborar una lista de todas aquellas personas que tengan acceso a información privilegiada y trabajen para ellas en virtud de un contrato de trabajo o desempeñen funciones que hagan que puedan acceder a la información privilegiada de referencia<sup>100</sup>; advertir a los iniciados de las obligaciones legales, reglamentarias y sanciones aplicables<sup>101</sup> (art. 18.2.I RAM); mantenerla actualizada (18.1 b) y 18.4 RAM); conservarla al menos durante cinco años (18.5 RAM) y facilitarla a requerimiento de la autoridad competente<sup>102</sup> (18.1 c) RAM)<sup>103</sup>. Dentro del colectivo a incluir están, por un lado, los iniciados internos, pertenecientes a la organización en virtud de un vínculo jurídico-laboral (empleados estrictamente vinculados a esa información) o mercantil (miembros del consejo de administración); y, por otro, los iniciados externos, habitualmente prestadores de servicios (por ejemplo, asesores contables, agencias de calificación crediticia, abogados, auditores, notarios, etc.). En el inicio de cualquier proceso prolongado en el tiempo, como la fusión, será recomendable que el sujeto obligado a elabore una prelista de iniciados antes de que la información privilegiada exista o se especifique. En este caso, la prelista no debería llamarse lista de iniciados, pero sí podría tener el mismo contenido, sin perjuicio de dejar campos en blanco (por

<sup>99</sup> Considerando 57 y 59 del RAM y PALÁ LAGUNA, R., “Consideraciones de la AEVM sobre la reforma del régimen de las listas de iniciados del Reglamentos sobre abuso del mercado”, en *Gómez-Acebo & Pombo*, noviembre 2019, p. 2.

<sup>100</sup> En PALÁ LAGUNA, R., “Consideraciones de la AEVM sobre la reforma del régimen de las listas de iniciados...”, *cit.*, p. 3, señala que: “la Autoridad Europea de Valores y Mercados está considerando la conveniencia de extender la obligación de elaborar y mantener listas de iniciados a las personas que desarrollen actividades que le hayan dado acceso a información privilegiada, incluso si no actúan por cuenta o en nombre del emisor”.

<sup>101</sup> En el caso de que asuma las funciones de elaborar y actualizar las listas de iniciados otra persona que actúe en nombre o por cuenta del emisor, la responsabilidad de advertir por ejemplo del deber de confidencialidad y de la prohibición del uso de información privilegiada a quienes figuren en dichas listas, seguirá recayendo en el emisor. El emisor siempre conservará el derecho de acceso a las listas.

<sup>102</sup> La lista de iniciados no es pública, sin embargo, los sujetos obligados a elaborarla deben facilitársela a la autoridad competente a requerimiento de ésta.

<sup>103</sup> La AEVM ha sometido a consulta pública el pasado 3 de octubre 2019 un informe sobre la revisión del Reglamento sobre Abuso de Mercado. Dicho informe trae causa del requerimiento de la Comisión Europea de 20 de marzo del 2019 sobre diversas cuestiones, entre ellas, la utilidad de las listas de iniciados elaboradas por los emisores y personas que actúen en su nombre o por su cuenta de acuerdo con el artículo 18 del RAM, a la hora de investigar las conductas constitutivas, en su caso, de abuso de mercado, cuyas consideraciones sobre las listas de iniciados creemos de posible interés a consultar en PALÁ LAGUNA, R. “Consideraciones de la AEVM sobre la reforma del régimen de las listas de iniciados...”, *cit.*, pp.1 y ss.

ejemplo, la fecha y hora de acceso a la información privilegiada que como tal no existe) y que se rellene una vez esa información sea lo suficientemente concreta para calificarse de privilegiada, es decir una vez que la prelista devenga lista de iniciados<sup>104</sup> (véase art. 7.2 RAM). Finalmente, la CNMV a la vista de las experiencias en los últimos años en la aplicación del RAM, viene a criticar la utilización en algunos casos que se hace de las listas de iniciados como “cajones de sastre” en tanto que incluyen a los que efectivamente han tenido acceso, como a los potenciales. Así, es criticable, por ejemplo, la tendencia a incluir a todos los miembros del departamento de cumplimiento normativo (*compliance*), aún no teniendo acceso efectivo a la información privilegiada. Ofrecer listados tan exhaustivos, reduce la utilidad para el supervisor en un posterior el procedimiento de investigación.

Por otro lado, en el art. 19 del RAM se imponen obligaciones de transparencia a las personas con responsabilidades de dirección, así como las personas estrechamente vinculadas con ellas, debiendo notificar a la autoridad competente cuando realicen alguna de las operaciones señaladas en el art. 19.7 RAM. Esta notificación debe dirigirse a emisores (art. 19.1 a) RAM) o participantes del mercado de derechos de emisión (art. 19.1 b) RAM) y a la autoridad competente (art. 19.2 RAM) para que puedan llevar su registro propio y detallado donde vayan incluyendo estas operaciones. Tanto si la notificación se dirige a emisores o participantes del mercado como a la autoridad competente, debe realizarse en un plazo máximo de tres días hábiles a partir de la fecha de la operación (art. 19. 1 segundo párrafo y 19.2 segundo párrafo RAM). Adicionalmente, señalar que esta obligación resulta exigible cuando el importe total de dicha operación haya alcanzado el umbral de 5.000 euros dentro de un año natural (art. 19.8 RAM). No obstante, la autoridad competente podrá tomar la decisión de aumentar dicho umbral hasta 20.000 euros, “para lo que informará a la AEVM de su decisión y de la justificación de la misma, con referencia específica a las condiciones del mercado, para adoptar un umbral más elevado antes de su aplicación” (art. 19. 9 RAM). Esta obligación de notificación a la que se refiere el art. 19 del RAM queda recogida en la normativa española en virtud del art. 230 TRLMV (modificado en virtud de la disposición final novena apartado trece del RD-Ley 19/2018), aunque lo que hace es simplemente añadir mínimas cuestiones o detalles, ya que el contenido de esta obligación queda regulado en el art.19 RAM. En definitiva, se trata de una medida preventiva, de refuerzo y complementaria a las listas de iniciados. Además, es un mecanismo útil para hacer llegar al mercado informaciones valiosas para el público, ya que tanto la participación de este colectivo en sus sociedades como las transacciones que realizan en valores de la misma son indicativo de buenas perspectivas de futuro y desarrollo de la sociedad<sup>105</sup>. Con estas notificaciones se busca dejar constancia en un registro muy preciso de operaciones, a fin de comprobar que se realizan conforme a Derecho. Con esta notificación, la persona está comunicando, en principio, la realización de una operación sin información privilegiada. Es una medida de detección inmediata del *insider trading*. Por ello, si alguna de estas personas realiza una determinada operación y se comprueba que aparece en las listas de iniciados en el marco de dicha

<sup>104</sup> JUAN Y MATEU, F., “Las listas de iniciados” en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 154, 2019, p. 115, nota al pie 29.

<sup>105</sup> HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada...*, cit., pp. 757.

operación, es posible que esté en poder de información privilegiada y por tanto llevando a cabo una conducta ilícita.

### 6.5 Incumplimiento y sanciones.

Las conductas de abuso de mercado están prohibidas desde hace varios años a nivel europeo y actualmente cuentan con una regulación recogida en la Directiva 2014/57/UE y en el RAM.

Antes de la Directiva 2014/57/UE no existía un régimen común de sanciones penales en la UE, lo que creaba oportunidades para que los autores de prácticas de abuso de mercado se aprovecharan de los regímenes menos estrictos de algunos Estados miembros. Por ello, esta Directiva supuso la superación de un sistema sancionador difuso y con una grave indefinición<sup>106</sup>. Entre otras cosas esta Directiva, exige en su Considerando 10 que “los Estados miembros deben estar obligados a establecer que, al menos, los casos graves de operaciones con información privilegiada, manipulación de mercado y comunicación ilícita de información privilegiada constituyan infracciones penales cuando se hayan cometido intencionalmente”. También exige, en su Considerando 13, a los Estados miembros “que garanticen que la incitación a cometer las infracciones penales y la complicidad en ellas sean punibles”. En esta Directiva se delimitan los tipos penales constitutivos de abuso de mercado en 3 categorías: la realización de operaciones con información privilegiada (art. 3), la comunicación ilícita de esta información (art. 4) y la manipulación del mercado (art. 5), que, a su vez, incluye diversas subcategorías (manipulación operativa, manipulación informativa, etc.). Este mandato impuesto por la UE es atendido por nuestro ordenamiento jurídico por medio del arts. 285 CP relativo a conductas constitutivas de abuso de mercado, en especial, del uso ilícito de información privilegiada.

Por su parte, el RAM no impone un régimen sancionador uniforme para toda la UE. A pesar de la existencia de “Medidas y Sanciones Administrativas” contenidas en los arts. 30 a 34 del RAM, se trata de normas dirigidas a los Estados miembros que carecen de eficacia directa, en tanto que los Estados miembros no completen dichas previsiones. El legislador europeo solo ordena que las autoridades competentes de cada Estado puedan sancionar, al menos, determinadas infracciones del propio Reglamento (art. 30.1 RAM) y que dichas autoridades competentes tengan facultades para imponer, al menos, ciertas sanciones administrativas (art. 30.2 RAM). En el caso de difusión pública de información privilegiada, habrán de exigirse sanciones cuando se incumpla al menos la obligación general de difusión pública y del régimen sobre el retraso de la difusión. En cuanto a las sanciones, las autoridades competentes deberán imponer multas máximas en función de si se ha cometido por una persona física o persona jurídica (véase art. 30.2 i) RAM y art. 30.2 j) RAM). Así, el art 39.3 del RAM imponía a los legisladores europeos el deber de hacer efectivas las normas contenidas en el RAM. Por ello y además de transponer otras Directivas europeas, la disposición final novena del RD-Ley 19/2018 modificó el TRLMV para adaptarlo, entre otros, al RAM.

En materia sancionadora, la normativa española, debe atender a lo dispuesto en el CP tras su modificación por la Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, que implementó la Directiva

<sup>106</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza ...*, cit., p. 520.

2014/57/UE, que en materia de abuso de información privilegiada conllevó un incremento sustancial de las penas, la inclusión de determinadas agravantes que afectan directamente a los trabajadores o empleados de una empresa de servicios de inversión, entidad de crédito o autoridad supervisora o reguladora y una ampliación sustancial de las conductas típicas y la introducción del art. 285 bis CP.

Con todo ello, habrá que atender al tipo genérico de la conducta tipificada en el art. 197 CP que penaliza aquellos casos en que se intercambie y divulgue la información (por ejemplo, dentro de este precepto entraría el tipo de violación de secretos), conducta que se consuma con el apoderamiento, interceptación, etc., sin necesidad de que se produzca el efectivo descubrimiento de los secretos o vulneración de la intimidad (siendo posibles las formas imperfectas de ejecución, tentativa acabado o inacabada<sup>107</sup>). Bien entendido que la conducta debe ser dolosa, pues el tipo imprudente no se menciona expresamente y ha de llevarse a cabo con la finalidad de descubrir secretos o vulnerar la intimidad, ya que la normativa emplea expresamente la preposición “para”. Junto con este tipo genérico, también habrá que atender al ya mencionado art. 285 CP y al *ex novo* art. 285 bis CP relativo a la revelación de información privilegiada.

Por otro lado, en el capítulo V del TRLMV se recoge el cuadro general de sanciones aplicables a las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el art 271 TRLMV. Los abusos de información privilegiada pueden ser constitutivos de infracciones muy graves o simplemente graves. La agravación de la sanción va ligada, alternativamente, a la condición del iniciado primario o al tamaño de la operación e indirectamente al tipo de conducta realizado. Entre otras destacamos las infracciones muy graves la del art. 282.7 TRLMV por el incumplimiento de la obligación de publicidad de la información relevante “cuando de ello se haya puesto en grave riesgo la transparencia e integridad del mercado”; o del art. 282.19 TRLMV por incumplimiento de la obligación de llevanza de las listas iniciados establecida en el art 18 del RAM [...] que impidan conocer la identidad de las personas con acceso a información privilegiada [...]; o como infracción graves la del art. 295 TRLMV por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado dispuestas por ejemplo en 17.4 del RAM entre otros, de modo que sería constitutivo de infracción grave el retraso en la información privilegiada que no reúna los requisitos recogidos en el artículo de referencia y que no constituya infracción muy grave. En estos casos se prevén sanciones (principalmente multas) al infractor (art. 302 y 302 TRLMV); y también es posible sanciones complementarias a quienes ejerzan cargos de administración o dirección (arts. 306 y 307 TRLMV).

Finalmente, sin perjuicio de la responsabilidad derivada de la condena penal o por sanción muy grave que le imponga la CNMV, un remedio de índole civil, que puede emplearse puntualmente es el ejercicio de la acción de responsabilidad social. Se trata de una acción ejercida por la sociedad perjudicada contra el administrador que utiliza en beneficio personal o de terceros, información privilegiada relativa a la sociedad cotizada a la que pertenece directamente o a través de su filial.

<sup>107</sup>TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza ...*, cit., p. 508.

## 7. Modificación e incumplimiento de lo acordado en la fase preliminar.

La fase preliminar desemboca en la elaboración de un proyecto común de fusión transfronteriza. La adjetivación “común” hace referencia a que se trata de un documento que es el resultado de un complejo proceso preparatorio, con intensas negociaciones previas llevadas a cabo por las partes<sup>108</sup>. Por ello, entendemos que propiamente no puede darse modificación unilateral o incumplimiento de lo acordado en fase preliminar. La razón es que sencillamente al someter un proyecto común de estas características ante la junta general, difícilmente prosperaría.

Lo que sí puede darse son modificaciones de común acuerdo. La modificación bilateral será en todo caso posible siempre que respeten el deber de negociar de buena fe (y los demás deberes que nazcan de esta negociación) y, en todo caso, las condiciones acordadas en su momento (por ejemplo, con la inclusión de cláusulas que permitan modificar en un futuro determinados elementos).

## 8. El fracaso de los tratos preliminares.

La fase preliminar de sociedades cotizadas adentra a las partes en un proceso complejo de acercamientos con vistas a concluir una fusión. Como en cualquier negociación, las partes corren el riesgo de sus propias inversiones y existe libertad de no continuar con las negociaciones. Sin embargo, de esa libertad de actuación se derivarán responsabilidades extracontractuales (art. 1902 CC) en la medida que la falta de acuerdo se impute a la mala fe de la contraparte o incluso responsabilidades contractuales (art. 1091 CC) en la medida que se contradigan aquellos acuerdos o compromisos a los que han llegado las partes (por ejemplo, por medio de cláusulas que obligan a determinadas actuaciones).

Al estar dentro del ámbito de formación progresiva del contrato, las partes son libres de llegar a acuerdos vinculantes para ellas, pero no para exigirse, el cumplimiento de lo que todavía no existe y pueden desistir de sus tratos<sup>109</sup>, en tanto que los elementos básicos del contrato proyectado no estén determinados en el llamado precontrato.

Por tanto, se concluye que, ante una renuncia a seguir avanzando en la negociación ya sea de mutuo acuerdo (apartado 8.1) o de manera injustificada (apartado 8.2), no es posible obligar a continuar con la negociación, es decir, nunca existe la acción de condena a seguir negociando. Debido a que el juez no es competente para sustituir la declaración de voluntad de las partes, como tampoco para determinar el contenido del proyecto<sup>110</sup>. Ciertamente podría darse el supuesto “más académico que

<sup>108</sup> LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto...”, *cit.*, pp. 439- 440.

<sup>109</sup> SAP Vizcaya 13 de octubre de 2000 (AC 200, 2441).

<sup>110</sup> En esta línea se pronuncia la STS, Sala 4ª, 9 de marzo de 1998 (RJ 1998, 2372). El deber de negociar de buena fe no impone en modo alguno la obligación de llegar al fin de la negociación, tampoco cuando se han consensuado aspectos concretos de la negociación aun cuando sean de importancia destacada. Además, ni la regla de la buena fe ni el Derecho general de los contratos obliga a que una de las partes de la negociación acepte la vinculación a los extremos ya acordados cuando no se ha conseguido alcanzar un acuerdo sobre el total de los puntos que estaban sujetos a discusión. Finalmente, la Sala concluye que los jueces no podrán sustituir por sus propios criterios las conveniencias de las partes, y proceder a integrar el acuerdo incompleto.

real”<sup>111</sup>, en que el precontrato sí sería ejecutable por contener de manera muy precisa el contenido legalmente exigible al proyecto común de fusión<sup>112</sup>.

### 8.1. Finalización de la negociación de común acuerdo.

Puesto que las partes tienen plena libertad para entablar negociaciones, nada impide que las partes llegado un momento determinado quieran abandonarlas. No obstante, en dicho abandono, se precisa actuar conforme a la buena fe y que la ruptura no sea fruto de una conducta arbitraria. Si se desiste así, no hay consecuencias.

El elemento fundamental y que mayor dificultad entraña, será determinar qué debe entenderse como “causa justificada” de la ruptura de tratos preliminares en una fusión con intervención de sociedades cotizadas. No existen reglas precisas (atendida la amplia casuística que puede darse en este sentido), solo soluciones concretas en cada supuesto buscando la verificación práctica de los motivos para abandonar los tratos preliminares. En cualquier caso, se requiere un deber de observar un comportamiento honesto y leal ajustado a lo que se puede esperar y ajustado a la buena fe en sentido objetivo, en virtud los arts. 7.1 y 1258 CC. No obstante, podría darse incluso supuestos en que las partes tasaran de antemano las causas que llevarán que justificaran esta situación.

No hay que olvidar, que, aunque este abandono implique el fin del cumplimiento de las obligaciones derivadas de los acuerdos de negociación tendentes a la redacción del proyecto común (desacuerdo final), siempre habrá que atender (de estar dispuestos) el cumplimiento de otros acuerdos derivados de estas negociaciones (acuerdos parciales). Nos estamos refiriendo, por ejemplo, a los acuerdos de confidencialidad, ya que, rotas las relaciones, habrá que preservar la confidencialidad de determinadas informaciones.

### 8.2. Ruptura unilateral injustificada de las negociaciones y la posible exigencia de responsabilidad.

En el caso de no ajustarse a la obligación de negociar de buena fe en la ruptura de las negociaciones, nuevamente no será posible exigir continuar con las negociaciones, en cambio sí será posible exigir tanto consecuencias derivadas de la mala fe con la que actuó alguna de las partes (responsabilidad extracontractual) como consecuencias derivadas de los acuerdos adoptados por las partes (responsabilidad contractual, por ejemplo, acuerdos sobre determinadas informaciones).

En primer lugar, ante la ruptura abrupta de las negociaciones, se reconoce por parte de la doctrina la responsabilidad precontractual que “tiene claramente carácter contractual<sup>113</sup>” (responsabilidad *in contrahendo*, concurriendo culpa *in contrahendo*), sin que mediante semejante afirmación se incida

<sup>111</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 498.

<sup>112</sup> Sólo se puede condenar al cumplimiento en formas específicas “si hay una completa y total determinación de los elementos y circunstancias del negocio” Si no es así, solo cabe la condena a una indemnización de los daños y perjuicios. Así la STS 24 diciembre 1992 (RJ 2003, 10657), habría lugar a condenar al cumplimiento de forma específica de lo acordado si se deja para un momento ulterior la puesta en práctica del contrato ya formado, pero sólo cabría satisfacer al actor por medio de la indemnización económica si las partes han dejado para el futuro “la completa y total determinación de los elementos del contrato”. Véase TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 498, en nota al pie 247, en donde el acuerdo sería ejecutable por medio de la ley procesal referida a las condenas a emitir una declaración de voluntad, porque en ese caso el precontrato las partes han determinado sus elementos esenciales.

<sup>113</sup> DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, v. I, Introducción. Teoría del contrato, 6ª ed., Civitas, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2009, p. 348.

en contradicción, debiendo integrarse su contenido conforme al principio de buena fe. A efectos de la acción de responsabilidad precontractual, basta la culpa del causante del daño, sin que sea preciso constatar la existencia de un comportamiento doloso<sup>114</sup>, bastando para poder exigir responsabilidades con el error inducido por negligencia a la contraparte<sup>115</sup> (por ejemplo, se podría reputar la mala fe, en la negativa a seguir negociado ocultando que diez días antes de la firma de la carta ya se habían iniciado negociaciones con un tercero, es decir, que cuando firmó la carta ya no tenía un propósito serio de negociar<sup>116</sup>). Esta responsabilidad extracontractual en virtud del art. 1902 CC, penaliza el incumplimiento de las reglas de diligencia debida y lealtad que exigen la buena fe en el período de negociación previo a la formalización del contrato (proyecto común de fusión). Responsabilidad que se concreta en la obligación de indemnizar los daños y perjuicios ocasionados por la actuación contrariada a este principio general aludido en virtud del art. 1101 CC.

En segundo lugar, es posible exigir responsabilidad contractual derivada de los acuerdos que se adopten en esta fase. En este sentido, la jurisprudencia española<sup>117</sup> señala la nula importancia de las calificaciones que las partes den al acuerdo discutido para considerar que de él se desprenden obligaciones para las partes. Lo importante será analizar el valor que las partes hayan querido otorgar a esos acuerdos, negociaciones, documentos, etc.

En el apartado III.5 abordábamos diferentes instrumentos o procedimientos que, con carácter general, podrían emplearse durante los tratos preliminares de una fusión transfronteriza con intervención de una sociedad cotizada. Señalábamos, por ejemplo, la *letter of intent*, el proceso de DD o incluso el protocolo. Por tanto, la solución que proponemos en relación con la responsabilidad contractual será útil para cualquier acuerdo que tenga lugar en esta fase preliminar.

Al no estar regulada la fase preliminar, es muy flexible y atiende a una casuística muy diversa en función del tipo de sociedad que intervenga. Además, no hay ninguna norma que exprese la obligatoriedad de los acuerdos alcanzados en esta fase. Consiguientemente, la exigencia de responsabilidad por la ruptura abrupta de las negociaciones es una cuestión de límites. Por ello, en la medida que los acuerdos preliminares se hayan ido “contractualizando” por las partes, entendida dicha “contractualización” como voluntad manifestada por las partes de adquirir compromisos u obligaciones precisas en relación con los términos en que se ha de concluir la fusión y justificaciones, podrá exigirse su cumplimiento. En este caso hablamos de la responsabilidad contractual que se deriva del incumplimiento de las propias obligaciones contenidas en los acuerdos en virtud del art. 1091 CC. Así habrá de indagarse cuál ha sido la verdadera voluntad de las partes

<sup>114</sup> Lo que no conlleva a que en esta etapa no adquiera relevancia la “culpa de la víctima” o el “dolo de todas las partes”, que se mantiene también en toda la fase precontractual, aunque solo respecto a la acción de responsabilidad no de validez, reparadora o de cumplimiento (al no tener sentido en fase precontractual). Así un supuesto de “*dolo in contrahendo*” por ejemplo, en fusiones intragrupo, se produciría cuando la sociedad absorbente o la matriz ejerza una influencia indebida en la sociedad filial para obtener una explotación de aquella filial como parte especialmente vulnerable, obteniéndose ventajas desproporcionadas o excesivas.

<sup>115</sup> TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza ...*, cit., p. 474.

<sup>116</sup> STS 3845/2014 de 25 de junio de 2014 (ECLI: ES: TS: 2014 3845).

<sup>117</sup> En este sentido, el autor referido señala que “la primera regla con la que hay que manejarse en el trato de la jurisprudencia española es la nula importancia de las calificaciones que las partes den al acuerdo discutido”. CARRASCO PERERA, Á., “Cartas de intenciones, precontratos, responsabilidad *in contrahendo* y obligatoriedad de los tratos en la Jurisprudencia Española” en *Revista Doctrinal Aranzadi Civil- Mercantil*, nº21, 2005, p. 2369.

en virtud art. 1258 CC, siempre que ello sea posible en virtud 1281 CC. Por consiguiente, ante el incumplimiento de los referidos acuerdos, los tribunales resuelven esta cuestión en todo caso mediante la indemnización de daños y perjuicios causados en virtud del art. 1101 CC (incluso el lucro cesante por pérdida de una mejor ocasión para contratar<sup>118</sup> en virtud del art 1106 CC), todo ello sin perjuicio de las responsabilidades extracontractuales a las que nos referíamos, conforme al art. 1902 CC, en los casos de ruptura de mala fe de los acuerdos preliminares<sup>119</sup>.

En definitiva, durante esta fase preliminar, es clave plasmar correctamente la voluntad de las partes en los instrumentos correspondientes. Estos instrumentos gozarán de valor probatorio, lo que es decisivo para poder ejercitar acciones por daños, ya sea por la retirada injustificada de las negociaciones previas, ya sea en general por lesionar la confianza ajena<sup>120</sup>.

En aplicación práctica de lo explicado, por ejemplo, hablábamos de los protocolos como instrumentos que ayudan a la determinación de los elementos esenciales que deben conformar el futuro proyecto común de fusión. De manera que, ante una ruptura injustificada de las negociaciones, si hay elementos pactados suficientes para la constitución del proyecto junto con otros que no son necesarios o esenciales, aunque puedan ser igualmente importantes en la consideración de las partes, el fracaso de la negociación de estos segundos extremos no priva al resto de su eficacia, si existe acuerdo sobre elementos esenciales. En sentido contrario, si los elementos no son suficientes, el tribunal no puede condenar a seguir con las negociaciones, ni obligar a que se efectúe la fusión, cuando no existen elementos de determinación suficientes que permitan reconducir los términos de esta condena a *facere* a la voluntad de las partes, como contenido de un acuerdo<sup>121</sup>. No obstante, y como ya hemos señalada, se reconoce de cualquier manera (exista o no la posibilidad de que los tribunales integren la voluntad de las partes), la posibilidad de obtener indemnización de daños por el incumplimiento del *pactum contrahendo*. De manera que los acuerdos alcanzados en el protocolo serán exigibles, en la medida que las partes hayan querido darles ese valor u obligación de vincular. Nuevamente habrá que estar a la propia redacción de los acuerdos, en donde encontraremos contenidos no obligatorios, cláusulas cuyo contenido obliga a las partes (por ejemplo, cláusulas de confidencialidad), cláusulas cuyo contenido no obligan a las partes o incluso cláusulas penales determinantes ellas mismas de la responsabilidad.

También hablábamos de acuerdos preliminares que tienen por objeto exclusivo regular el proceso de negociación en la fase preliminar. Es evidente que con ellos se dibuja un determinado horizonte de la negociación en el que ambas partes están de acuerdo sobre los términos y el objeto del acuerdo. En el momento que ya no hay obligación de seguir con las negociaciones, estos ya no tienen sentido, entendemos que no son vinculantes para las partes cuando desde el inicio de la negociación existe una predeterminación sobre el conjunto de temas que deben componer el acuerdo final, y algunos de los extremos no han llegado a ser acordados. Por lo tanto, no tiene sentido la vinculación de estos

<sup>118</sup> DÍEZ-PICAZO, L “La existencia del contrato”, en *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, nº 39, 2009, pp. 187-188.

<sup>119</sup> En el ámbito precontractual interesa la generación de responsabilidad y no instar la nulidad (1270 CC) que únicamente afecta a la esfera contractual, por más que en este último ámbito actúen cumulativamente y como remedio paralelo y autónomos, pero no en el ámbito precontractual. TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza...*, cit., p. 473.

<sup>120</sup> LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles...*, cit., p. 207

<sup>121</sup> Véase esta doctrina en el supuesto STS 2 febrero 1960 (RJ 1960, 456)



acuerdos, que, aunque en su momento serían demostrativos de un acuerdo entre ellas sobre determinados extremos, que les impediría retractarse, habría de seguir negociando los restantes hasta la configuración de la fusión proyectada. No obstante, estos acuerdos pueden tener valor a efectos de ser causas para romper las negociaciones de manera justificada conforme a la buena fe e incluso derivarse de su incumplimiento responsabilidad contractual. Por ejemplo, en los acuerdos pueden indicarse fechas para la entrega de determinada documentación, si llegado ese momento una de las partes no cumpliera sus obligaciones, la parte solicitante de la información puede emplear este incumplimiento para acordar que no quiere seguir negociando por parte de quién no entrega la documentación. Habría una ruptura de las negociaciones amparada en virtud del art. 1124 CC. Además, estaríamos ante una responsabilidad contractual en virtud del 1091 CC.

#### IV.CONCLUSIONES.

**PRIMERO.** -La fusión es una técnica jurídica o procedimiento que permite tanto la concentración como la reestructuración empresarial y cuya recurrencia pude comprobar por medio de la elaboración de un estudio de campo. Gracias a ese estudio, fui consciente en primera persona del fenómeno de la fusión en el tráfico mercantil. En concreto, observé la utilidad práctica y tendencia creciente en la última década de las fusiones transfronterizas intracomunitarias cuando interviene en ella una sociedad cotizada, alguna de las sociedades participantes es española y la fusión no tiene por finalidad la constitución de una sociedad europea.

**SEGUNDO.** -En el marco de estas operaciones, comparto la opinión de LARGO GIL<sup>122</sup>, en considerar que cobra especial interés y trascendencia el estudio de la fase previa al proyecto de fusión. En primer lugar, se trata de una fase que anticipará efectos tales como el tipo de canje, así como consecuencias para todos aquellos sujetos afectados por la fusión que se van a plasmar, posteriormente, en el contenido del proyecto. En segundo lugar, constituye el momento más largo, difícil, necesario, así como reflexivo del proceso de fusión puesto que el resto de las actuaciones que precedan, serán de mero trámite. En tercer lugar, se destaca, la necesidad de una adecuada coordinación, cooperación y entendimiento por las partes intervinientes, en la fijación de los objetivos sobre los que se estructurará la fusión, pues el proyecto debe ser el mismo para todas las sociedades participantes. Finalmente, se aprecia la finalidad de aseguramiento de esta fase, en donde

<sup>122</sup> LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto...”, *cit.*, p. 424 afirma respecto a esa fase previa que: “en cuanto que conducente al proyecto, constituye una parte núcleo de la fusión”.

deben establecerse las medidas o instrumentos pertinentes para procurar reducir o acotar la exposición a riesgos a los que se pueden enfrentar en un futuro las partes.

**TERCERO.** -Bajo mi punto de vista, la verdadera trascendencia de la fase preliminar dentro del proceso de fusión viene dada por las circunstancias que concurren en cada caso concreto. Puesto que en las sociedades que se estudian en este trabajo, concurren factores, características y circunstancias muy concretas, poder encajar las propuestas teóricas estudiadas me resultó complejo. Por ello, se siguieron de cerca dos procedimientos reales como fueron la fusión del Grupo MEDIASET y en el ámbito bancario la fusión de BNP PARIBAS ESPAÑA S.A que sirvieron para conocer y contrastar cómo se resuelven en la práctica ciertos problemas teóricos que se han ido recogiendo a lo largo de este trabajo.

**CUARTO.** -La fase preliminar es esencialmente atípica en la regulación societaria. Compartimos la decisión del legislador en no imponer restricciones en la fase preliminar, para poder dar flexibilidad a las partes en los procesos de negociación, en ocasiones, de enorme complejidad y especificidad que posiblemente escaparían de la norma.

**QUINTO.** -Las consecuencias de esta atipicidad en ningún caso ponen en peligro la seguridad jurídica, ya que las soluciones a la variedad de problemas que pueden presentarse en el curso de la fase preparatoria de la fusión encontrarán apoyo en las normas que disciplinan los contratos en general.

Ante una renuncia a seguir avanzando en la negociación ya sea de mutuo acuerdo o de manera injustificada no es posible obligar a continuar con la negociación, es decir, nunca existe la acción de condena a seguir negociando sin perjuicio de que esa libertad de actuación se ajuste al estándar de conducta entorno al principio general de actuación de buena fe y otros deberes inherentes en el desarrollo de esta fase (de lo contrario se podría incurrir tanto en responsabilidades extracontractuales del art. 1902 CC e incluso responsabilidades contractuales del art. 1091 CC).

**SEXTO.** -Otra de las consecuencias derivadas de la ausencia de regulación societaria detallada en los tratos preliminares, es que no existirán esquemas ni procedimientos tipo.

Por tanto, nos encontramos con un abanico de posibilidades amplísimo en relación con las actividades, negociaciones, documentos que se elaborarán y que, en gran medida, dependerán de la voluntad de las partes, de la dimensión de las sociedades, de si las sociedades cotizan o no en bolsa etc. Consecuencia de esa libertad, la doctrina elabora propuestas en cuanto al desarrollo de las

mencionadas actividades, a partir de las cuales elaboré una clasificación propia que atendiera mejor a las características de las fusiones objeto de estudio.

En orden temporal, mi clasificación atiende los siguientes hitos dentro de la fase preliminar: en primer lugar, los acuerdos preliminares que tienen por objeto exclusivo regular el proceso de negociación en la fase preliminar (tomando como ejemplo el protocolo inicial); en segundo lugar, destacamos el proceso de DD a través del que se comparte información para negociar y a la vista de esta información, las partes se consideran en libertad para no concluir el cierre de las negociaciones; en último lugar, los preacuerdos de concretos contenidos sobre el futuro proyecto (tomando como ejemplo el protocolo), con ellos, las partes tratan de evitar algunas incertidumbres que el régimen jurídico legal de las negociaciones lleva consigo, aunque sin alcanzar de manera inmediata las consecuencias, los efectos o el régimen jurídico de un acuerdo que se considere cerrado. En algunos casos podrán calificarse no de meros tratos preliminares, sino que llevan el programa negocial más allá de los tratos preliminares y pueden calificarse, en ocasiones, de auténticos precontratos.

**SEPTIMO.** -La flexibilidad y total libertad en el Derecho de sociedades en la materia objeto del estudio se contrarresta con la rigidez en algunos casos de la regulación del mercado de valores ya que hay un interés general en garantizar el correcto funcionamiento del mercado de valores, que hace que la aludida flexibilidad y libertad no se pueda mantener. Por ello, esta normativa establece una serie de excepciones y/o medidas en torno al empleo y comunicación de información privilegiada para alcanzar un equilibrio entre el interés público en la plena transparencia exigido por el mercado de valores y la salvaguarda de los intereses privados de los emisores en el mercado.

**OCTAVO.** -También se estudia el concepto de información privilegiada regulado en el art. 7 RAM, para delimitar aquellas informaciones que deben proporcionar los emisores al mercado para cumplir con los deberes de información establecidos en el art. 17 RAM. La definición de este concepto se sustenta sobre la concurrencia de cuatro características que debe reunir la información, como son: la concreción, la ausencia de publicidad, la relevancia y la referencia directa o indirectamente a valores negociables o instrumentos financieros o a emisores de tales valores o instrumentos.

**NOVENO.** -La aplicación de este concepto no es sencilla en relación con la información que se genera o transmite en la fase preliminar de una fusión, puesto que se trata de información que evoluciona y se expande, en un tiempo más o menos prolongado y, además, tiene un final incierto. En estos supuestos hay que distinguir, por un lado, el resultado final de la operación, un hecho futuro más o menos probable (por ejemplo, la fusión) y, por otro, unas etapas intermedias que se suceden a lo largo del proceso (por ejemplo, la firma de la *letter of intent*, la realización de una DD, un

protocolo, etc.). Así el art. 7.2 RAM parte de considerar que las etapas intermedias existentes en los procesos prolongados pueden ser “información de carácter concreto”. No obstante, el límite que determina si estamos ante un supuesto de información privilegiada, se encuentra en si ha sido publicada por la empresa o no, es decir todo lo que no se haya hecho público y pueda afectar al desarrollo futuro de la cotización de acciones u otros valores o instrumentos negociados en un mercado financiero podrá considerarse como información privilegiada.

Si se excluyera del concepto de información privilegiada aquellas informaciones que tienen lugar en la fase preliminar, se reduciría a cero la obligación de hacer pública la información sobre procesos en marcha o circunstancias aún no acaecidas, pero de las que se puede esperar razonablemente que sucedan. En tal supuesto, la persona en conocimiento de la información durante ese periodo estaría en posición claramente ventajosa frente al resto de inversores.

**DÉCIMO.** -En principio, la información cuando reúna todos los elementos esenciales exigidos para ser considerada privilegiada, el emisor deberá difundirla “tan pronto como sea posible” (art. 17 RAM). Sin embargo, en el art.17.4. II del RAM se enuncia una excepción al deber general, ofreciendo la posibilidad de que el emisor y bajo su propio criterio retrase la difusión de información que se produzca dentro de un proceso prolongado y sea relativa a tal proceso con sujeción a las normas establecidas para caso de retraso. Esta excepción cobra especial utilidad práctica en la fase preliminar ya que, en determinados casos, una temprana difusión podría generar confusión en el mercado, así como provocar alteraciones en la cotización o incluso truncar la propia fusión todavía incierta.

**UNDÉCIMO.** -El mero hecho de tener acceso a la información privilegiada de otra empresa o su utilización o comunicación durante los tratos preliminares no determina que estemos ante una operación con información privilegiada susceptible de sanción, siempre que se haya obtenido por y para la operación en cuestión, es decir, que no se emplee para otros fines u objetivos y “siempre que en el momento de la aprobación de la fusión toda información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información privilegiada” (art. 9.4 RAM).

**DUODÉCIMO.** -Para finalizar, el concepto de información privilegiada también recoge las prohibiciones básicas de abuso de información privilegiada y manipulación del mercado, al tiempo que pergeña un conjunto de mecanismos específicos para el control del acceso a información privilegiada en el seno del emisor, por medio de listas o registros de iniciados (art.18 RAM) o por medio de las obligaciones de transparencia impuestas a los administradores y directivos (19 RAM) a fin de proteger la integridad del mercado, controlar los flujos de información privilegiada y

contribuir al cumplimiento de la obligación de confidencialidad, así como servir de instrumento para facilitar la tarea de las autoridades competentes en el ejercicio de sus potestades de policía administrativa, detectando las posibles personas infractoras. No obstante, se observa como en la práctica es costoso detectar y sancionar los abusos de información privilegiada por parte la autoridad competente, ya que las personas que disponen de tales informaciones no suelen actuar directamente, por ejemplo, utilizan a intermediarios, sociedades interpuestas o sociedades radicadas en el extranjero y que dificultará la prueba de la relación entre la posesión de la información en cuestión y su uso en el mercado. Además, también es posible que tales conductas no dejen rastro, dado que la comunicación o la recomendación ilícita muchas veces se efectúa de manera verbal. Por ello, son contados los pronunciamientos de los tribunales en esta materia.

## V. REFERENCIAS FINALES

### 1. Bibliografía

CARRASCO PERERA, Á., “Cartas de intenciones, precontratos, responsabilidad *in contrahendo* y obligatoriedad de los tratos en la Jurisprudencia Española” en *Revista Doctrinal Aranzadi Civil- Mercantil*, nº 21, 2005, p. 2369.

DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, v. I, Introducción. Teoría del contrato, 6ª ed., Civitas, Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2009.

DÍEZ-PICAZO, L., “La existencia del contrato”, en *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, nº 39, 2009, pp. 187- 188.

DÍEZ-PICAZO, L., *La doctrina de los actos propios. Un estudio crítico de la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Bosch, Casa Editorial, Barcelona, 1963.

GARRIDO DE PALMA, V. M., “Capítulo III. Fusión”, en *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*, Garrido de Palma (dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2012, p. 94.

GONZÁLEZ MENESES, M. y ÁLVAREZ, S., *Modificaciones estructurales de sociedades mercantiles*, 2ª ed., Dykinson, Madrid, 2014.

HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Aranzadi, Cizur Menor, 2007.

HERNÁNDEZ SAINZ, H., “Capítulo 11. Transparencia y abuso de mercado. Las normas de conducta”, en *Sociedades cotizadas y transparencia de mercados*, Thomson Reuters Aranzadi, 2019, apartado I y ss.

HALLET CHARRO, R., “Due diligence” en AA.VV. (dir. Álvarez Arjona, Carrasco Perera), en *Adquisiciones de empresas*, 5ª ed., Thomson Reuters Aranzadi 2019, pp. 163-226.

JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información privilegiada en los mercados de valores”, en *Revista de derecho mercantil*, nº 304, 2017, pp. 113 y ss.

JUAN Y MATEU, F., “Las listas de iniciados” en *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, nº 154, 2019, p. 115.

LARGO GIL, R., *La Fusión de Sociedades Mercantiles Fase Preliminar, Proyecto de Fusión e Informes*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2000.

LARGO GIL, R., “La fase previa y el proyecto de fusión”, en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, t. I, Rodríguez (dir.) et al., Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2009, pp. 427- 440.

PALÁ LAGUNA, R., “Consideraciones de la AEVM sobre la reforma del régimen de las listas de iniciados del Reglamento sobre Abuso de Mercado” en *Gómez-Acebo & Pombo*, noviembre 2019, pp. 1 y ss.

PENDÁS AGUIRRE, A., “Due Diligence”, en *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*, Beneyto y Largo Gil (dirs.), Bosch, Barcelona, 2010, pp. 164 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Discurso leído el 26 de marzo de 2001 en el acto de su recepción como académico de número, Madrid, 2001, p. 71.

SCAIANSCHI MÁRQUEZ, H., “La negociación y formación del contrato de fusión y los denominados protocolos de fusión”, en *La dimensión contractual de la fusión*, Civitas, Navarra, 2016, capítulo tercero, apartado I.

TAPIA HERMIDA, A. J., “Métodos de Concentración Transfronteriza Intracomunitaria de Sociedades cotizadas: Fusiones, OPAs y Otros Métodos Alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense, marzo 2007, pp. 18- 19.

TAPIA FRADE, A., *La fusión transfronteriza de sociedades anónimas en derecho español y europeo: Aspectos jurídico mercantiles*, Civitas, Cizur Menor, 2019.

VICENT CHULIÁ, F., *Concentraciones y uniones de empresas ante el Derecho español*, Madrid, 1971.

## 2. Recursos On-line

GRUPO DEL BANCO MUNDIAL Y PWC., “*Paying taxes 2016*”, 2016, recurso disponible en: <http://www.pwc.com/gx/en/services/tax/paying-taxes-2016.html>, visitado 10 diciembre 2019.

AUXADI, “Luxemburgo: Ventajas fiscales de un enclave estratégico en Europa”, recurso disponible en: <https://www.auxadi.com/news/luxemburgo-ventajas-fiscales-de-un-enclave-estrategico-en-europa/>, visitado el 10 de diciembre de 2019.

TAPIA HERMIDA, A.J., “Fusiones y concentraciones transfronterizas de sociedades: teoría y práctica: Conferencia en las Jornadas de Valencia el 3 de octubre de 2019”, en *el Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, recurso disponible en: <http://ajtapia.com/2019/10/fusiones-y-concentraciones-transfronterizas-de-sociedades-teoria-y-practica-conferencia-en-las-jornadas-de-valencia-el-3-de-octubre-de-2019/>, visitado 11 diciembre 2019.

TAPIA HERMIDA, A.J., “Operaciones transfronterizas de sociedades. Nueva regulación europea (1)”, en *el Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 30 diciembre 2019, recurso disponible en: <http://ajtapia.com/2019/12/operaciones-transfronterizas-de-sociedades-nueva-regulacion-europea-1/#more-1559>, visitado 30 diciembre 2019.

TAPIA HERMIDA, A.J., “Operaciones transfronterizas de sociedades. Nueva regulación europea (2)”, en *el Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 31 de diciembre 2019., recurso disponible en: <http://ajtapia.com/2019/12/operaciones-transfronterizas-de-sociedades-nueva-regulacion-europea-1/#more-1559>, visitado 31 diciembre 2019.

ECDB.WORKER-PARTICIPATION.EU., “Overview, Established SEs” en *The etui’s european company (SE) database*, recurso disponible en :<http://fr.worker-participation.eu/Societe-europeenne/SE-COMPANIES/SE-Database-ECDB>, visitado el 6 de abril 2020.

## 3. Normativa relevante citada

### 3.1 NORMATIVA DE LA UNIÓN EUROPEA:

- Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (DOUE nº L 96/16 de 12 de abril de 2003).
- Reglamento (CE) nº139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas (DOUE nº L 24/1 de 29 de enero de 2004).
- Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (DOUE nº L 173/1 de 12 de junio de 2014).

- Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (DOUE nº L 173/179 de 12 de junio de 2014).
- Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas, de conformidad con el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo (DOUE nº L 65/49 de 11 de marzo de 2016).
- Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1055 de la Comisión, de 29 de junio de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las modalidades técnicas de la difusión pública adecuada de información privilegiada y del retraso de la difusión pública de información privilegiada de conformidad con el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo (DOUE nº L 173/47 de 30 de junio de 2016)
- Directiva 2017/1132/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades. (DOUE nº L 169/46 de 30 de junio de 2017).
- Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas (DOUE nº L 321/1 de 12 de diciembre de 2019).

### 3.2 NORMATIVA ESPAÑOLA

- Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (BOE 24-11-1995).
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (BOE 04-07-2007).
- Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE 04-04-2009).
- Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital (BOE 23-06-2012).
- Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (BOE 01-10-2014).
- RD Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24-10-2015).
- Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional (BOE 21-02-2019).
- RD de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (BOE 25-07-1889).
- RD 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (BOE 20-10-2007).

## 4. Relación de sentencias citadas:

### 4.1 SENTENCIAS DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA

- Sentencia del Tribunal de Justicia, de 22 de noviembre de 2005, en el asunto C-384/02, (ECLI:EU:C:2005:708)
- Sentencia del Tribunal de Justicia, (Sala Segunda), de 28 de junio de 2012, en el asunto C-19/11, (TJCE 2012, 163), (ECLI:EU:C:2012:153).

### 4.2 SENTENCIAS DICTADAS EN ESPAÑA

- STS 3845/2014 de 25 de junio de 2014 (ECLI: ES: TS: 2014: 3845).
- SJMer Zaragoza 123/2009, nº1, de 30 de enero de 2009 (ECLI: ES: JMZ: 2009: 123).
- SAP Vizcaya 13 de octubre de 2000 (AC 200, 2441).
- STS, Sala 4ª, 9 de marzo de 1998 (RJ 1998, 2372).
- STS 24 diciembre 1992 (RJ 2003, 10657).
- STS 2 febrero 1960 (RJ 1960, 456).



## **VI. ANEXOS**

### **ANEXO 1.**

Proyecto común de fusión transfronteriza tripartita elaborado por los consejos de administración de Mediaset Investisment N.V, Mediaset S.p.A y Mediaset España Comunicación S.A., pp. 1- 9.

### **ANEXO 2.**

Proyecto común de fusión transfronteriza entre BNP PARIBAS, S.A y BNP PARIBAS ESPAÑA, S.A. Madrid Paris 28 marzo 2019, pp. 1- 18.

PROGETTO TRANSFRONTALIERA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE DI:	COMUNE DI TRIPARTITA	FUSIONE PREDISPOSTO	PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN TRANSFRONTERIZA TRIPARTITA ELABORADO POR LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACION DE:	TRIPARTITE COMMON CROSS-BORDER MERGER PLAN DRAWN UP BY THE BOARDS OF DIRECTORS OF:
(1)			(1)	(1)
<b>Mediaset Investment N.V.</b> , una società per azioni ( <i>naamloze vennootschap</i> ) costituita ai sensi del diritto olandese, con sede legale in Amsterdam (Olanda) e indirizzo dell'ufficio principale in Viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese (Italia), numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese olandese ( <i>Kamer van Koophandel</i> ) 70347379, ( <b>DutchCo</b> o la <b>Società Incorporante</b> ); società che assumerà, a seguito dell'efficacia della Fusione (come definita nella <u>Premessa (A)</u> ) la denominazione di "MFE – MEDIAFOREUROPE N.V." ( <b>MFE – MEDIAFOREUROPE o MFE</b> );			<b>Mediaset Investment, N.V.</b> , una sociedad anónima ( <i>naamloze vennootschap</i> ) constituida con arreglo a Derecho neerlandés, con domicilio social en Amsterdam (los Países Bajos) y sede principal en Viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese (Italia), inscrita en el Registro Mercantil neerlandés ( <i>Kamer van Koophandel</i> ) con el número 70347379 ( <b>DutchCo</b> o la <b>Sociedad Absorbente</b> ); sociedad que cuando la Fusión (según se define en el <u>Expositivo (A)</u> ) sea efectiva pasará a denominarse "MFE - MEDIAFOREUROPE N.V." ( <b>MFE - MEDIAFOREUROPE or MFE</b> ).	<b>Mediaset Investment N.V.</b> , a public company ( <i>naamloze vennootschap</i> ) incorporated under the laws of the Netherlands, having its official seat in Amsterdam (the Netherlands) and its principal office at Viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese (Italy), registered with the Dutch Commercial Register ( <i>Kamer van Koophandel</i> ) under number 70347379 ( <b>DutchCo</b> or the <b>Absorbing Company</b> ); company which will, upon effectiveness of the Merger (as defined in <u>Recital (A)</u> ), be renamed "MFE – MEDIAFOREUROPE N.V." ( <b>MFE – MEDIAFOREUROPE or MFE</b> );
(2)			(2)	(2)
<b>Mediaset S.p.A.</b> , una società per azioni costituita ai sensi del diritto italiano, con sede legale in via Paleocapa 3, 20121 Milano (Italia), numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano 09032310154 ( <b>Mediaset</b> ); e			<b>Mediaset S.p.A.</b> , una sociedad anónima ( <i>società per azioni</i> ) constituida con arreglo a Derecho italiano, con domicilio social en Via Paleocapa 3, 20121 Milán (Italia), e inscrita en el Registro Mercantil de Milán ( <i>Registro delle Imprese di Milano</i> ) bajo el número 09032310154 ( <b>Mediaset</b> ); y	<b>Mediaset S.p.A.</b> , a public joint stock company ( <i>società per azioni</i> ) incorporated under the laws of the Republic of Italy, having its official seat at via Paleocapa 3, 20121 Milan (Italy), registered with the Companies' Register of Milan ( <i>Registro delle Imprese di Milano</i> ) under number 09032310154 ( <b>Mediaset</b> ); and
(3)			(3)	(3)
<b>Mediaset España Comunicación, S.A.</b> , una società per azioni ( <i>sociedad anónima</i> ) costituita ai sensi del diritto spagnolo, con sede legale in Carretera de Fuencarral a Alcobendas 4, 28049 Madrid (Spagna), numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Madrid ( <i>Registro Mercantil de Madrid</i> ) al volume 33.442, foglio 122, sezione 8, pagina M-93.306, e codice fiscale spagnolo A-79.075.438 ( <b>Mediaset España</b> ).			<b>Mediaset España Comunicación, S.A.</b> , una sociedad anónima constituida con arreglo a Derecho español, con domicilio social en Carretera de Fuencarral a Alcobendas 4, 28049 Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al tomo 33.442, folio 122, sección 8, hoja M-93.306, y provista del número de identificación fiscal español A-79.075.438 ( <b>Mediaset España</b> ).	<b>Mediaset España Comunicación, S.A.</b> , a public joint stock company ( <i>sociedad anónima</i> ) incorporated under the laws of Spain, having its official seat at Carretera de Fuencarral a Alcobendas 4, 28049 Madrid (Spain), registered with the Commercial Register of Madrid ( <i>Registro Mercantil de Madrid</i> ) in volume 33.442, sheet 122, section 8, page M-93.306, and with Spanish tax identification number A-79.075.438 ( <b>Mediaset España</b> ).
Mediaset e Mediaset España sono di seguito congiuntamente definite le <b>Società Incorporate</b> , e ciascuna di esse, individualmente, una <b>Società Incorporata</b> . DutchCo, Mediaset e Mediaset España sono di seguito congiuntamente definite le <b>Società</b> o le <b>Società Partecipanti alla Fusione</b> , e ciascuna di esse, individualmente, una <b>Società</b> o una <b>Società Partecipante alla Fusione</b> .			En lo sucesivo, Mediaset y Mediaset España se denominarán conjuntamente las <b>Sociedades Absorbidas</b> , y cada una de ellas, por separado, una <b>Sociedad Absorbida</b> . DutchCo, Mediaset y Mediaset España se denominarán conjuntamente las <b>Sociedades</b> o las <b>Sociedades Participantes en la Fusión</b> , y cada una de ellas, por separado, una <b>Sociedad</b> o una <b>Sociedad Participante en la Fusión</b> .	Mediaset and Mediaset España are hereinafter jointly referred to as the <b>Absorbed Companies</b> , and each of them, separately, as an <b>Absorbed Company</b> . DutchCo, Mediaset and Mediaset España are hereinafter jointly referred to as the <b>Companies</b> or the <b>Merging Companies</b> , and each of them, separately, as a <b>Company</b> or a <b>Merging Company</b> .

Premesso che:	Espositivos:	Recitals:
<p>(A) Il presente progetto comune di fusione transfrontaliera tripartita (il <b>Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera</b>) è stato predisposto dai consigli di amministrazione delle Società (i <b>Consigli di Amministrazione</b>) al fine di dare esecuzione ad una fusione transfrontaliera tripartita per incorporazione di Mediaset e Mediaset España in DutchCo ai sensi delle previsioni della Direttiva Europea (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario (la <b>Direttiva</b>), le cui disposizioni in materia di fusioni transfrontaliere di società di capitali trovano applicazione (i) in Olanda secondo quanto previsto dal Titolo 2.7 del codice civile olandese (il <b>Codice Civile Olandese</b>), (ii) in Italia secondo quanto previsto dal Decreto Legislativo n. 108 del 30 maggio 2008 (il <b>Decreto Legislativo 108</b>), e (iii) in Spagna secondo quanto previsto dal Capitolo II del titolo II della Legge 3/2009 del 3 aprile sulle modifiche strutturali delle società commerciali (la <b>LME</b>).</p>	<p>(A) El presente proyecto común de fusión transfrontaliera tripartita (el <b>Proyecto Común de Fusión Transfrontaliera</b>) ha sido elaborado por los consejos de administración de las Sociedades (los <b>Consejos de Administración</b>) con el fin de llevar a cabo una fusión transfrontaliera tripartita por absorción de Mediaset y Mediaset España por parte de DutchCo, en el sentido previsto en la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (la <b>Directiva</b>), cuyas disposiciones en materia de fusiones transfrontalieras de sociedades de capital resultan de aplicación (i) a efectos de Derecho neerlandés en virtud del título 2.7 del código civil neerlandés (el <b>DCC</b>), (ii) a efectos de Derecho italiano en virtud del Decreto Legislativo n.º 108 de 30 de mayo de 2008 (el <b>Decreto Legislativo 108</b>), y (iii) a efectos de Derecho español en virtud del capítulo II del título II de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (la <b>LME</b>).</p>	<p>(A) The present tripartite common cross-border merger plan (the <b>Common Cross-Border Merger Plan</b>) has been prepared by the boards of directors of the Companies (the <b>Boards of Directors</b>) in order to execute a tripartite cross-border merger by absorption of Mediaset and Mediaset España with and into DutchCo within the meaning of the provisions of European Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law (the <b>Directive</b>), which regulations on cross-border mergers of limited liability companies are in force (i) for Dutch law purposes under Title 2.7 of the Dutch Civil Code (the <b>DCC</b>), (ii) for Italian law purposes under Italian Legislative Decree No. 108 of 30 May 2008 (the <b>Legislative Decree 108</b>), and (iii) for Spanish law purposes under Chapter II of Title II of Law 3/2009 of 3 April on structural modifications to business companies (the <b>LME</b>).</p>
<p>In esecuzione della fusione transfrontaliera tripartita qui descritta, Mediaset e Mediaset España saranno incorporate in DutchCo e cesseranno di esistere come persone giuridiche e DutchCo acquisirà tutte le attività ed assumerà tutte le passività nonché gli altri rapporti giuridici di Mediaset e Mediaset España (la <b>Fusione</b>).</p> <p>Le Società Partecipanti alla Fusione appartengono al gruppo Mediaset. In particolare, (i) DutchCo è una società il cui capitale è interamente e direttamente detenuto da Mediaset e (ii) Mediaset España è una società direttamente controllata da Mediaset, che detiene attualmente una quota pari al 51,63% del capitale sociale di Mediaset España (e una quota pari al 53,98% dei diritti di voto, tenuto conto delle azioni proprie attualmente detenute da Mediaset España).</p>	<p>En virtud de la fusión transfrontaliera tripartita aquí descrita, Mediaset y Mediaset España serán absorbidas por DutchCo y dejarán de existir como sociedades independientes, y DutchCo adquirirá todos los activos y asumirá todos los pasivos y demás relaciones jurídicas de Mediaset y Mediaset España (la <b>Fusión</b>).</p> <p>Las Sociedades Participantes en la Fusión pertenecen al grupo Mediaset. En particular, (i) DutchCo es una filial directa e íntegramente participada por Mediaset, y (ii) Mediaset España es una filial directa de Mediaset, siendo esta última actualmente titular de acciones representativas de aproximadamente el 51,63% del capital social de Mediaset España (y el 53,98% de los derechos de voto teniendo en cuenta las acciones de Mediaset España actualmente en autocartera).</p>	<p>By virtue of the tripartite cross-border merger described herein, Mediaset and Mediaset España will be merged with and into DutchCo and will cease to exist as standalone entities, and DutchCo will acquire all assets and assume all liabilities and other legal relationships of Mediaset and Mediaset España (the <b>Merger</b>).</p> <p>The Merging Companies belong to the Mediaset group. In particular, (i) DutchCo is a wholly-owned direct subsidiary of Mediaset and (ii) Mediaset España is a direct subsidiary of Mediaset, which currently owns shares representing approximately 51.63% of Mediaset España's share capital (and 53.98% of the voting rights, taking into account the treasury shares currently held by Mediaset España).</p>

<p><b>(B)</b> La Fusione si inserisce nel contesto di un'unica e più ampia operazione (<b>l'Operazione</b>) che prevede altresì le seguenti riorganizzazioni, finalizzate a mantenere tutte le attività operative e di <i>business</i> di Mediaset e di Mediaset España, rispettivamente, in Italia e in Spagna, da completare prima che la Fusione diventi efficace:</p>	<p><b>(B)</b> La Fusión forma parte de una única operación más amplia (la <b>Operación</b>) que también prevé las siguientes reorganizaciones, dirigidas a mantener todas las operaciones y actividades de negocio de Mediaset y Mediaset España en Italia y España, respectivamente, y que deberán consumarse con anterioridad a la efectividad de la Fusión:</p>	<p>The Merger is part of a single and broader transaction (the <b>Transaction</b>) which also envisages the following reorganizations, aimed at maintaining all the operations and business activities of Mediaset and Mediaset España, respectively, in Italy and Spain, to be completed prior to the effectiveness of the Merger:</p>
<p>(i) la costituzione di una società italiana interamente e direttamente controllata da Mediaset (<b>NewCo Italia</b>);</p> <p>(ii) il trasferimento da parte di Mediaset a NewCo Italia, tramite conferimento in natura in conformità alle disposizioni del codice civile italiano, di sostanzialmente tutto il proprio <i>business</i> e alcune delle proprie partecipazioni (la <b>Riorganizzazione Mediaset</b>); e</p>	<p>(i) la costitución de una filial italiana directa e íntegramente participada por Mediaset (<b>NewCo Italia</b>);</p> <p>(ii) la transmisión por parte de Mediaset a NewCo Italia, mediante una aportación en especie regulada por el código civil italiano, de sustancialmente todo su negocio y de determinadas participaciones en otras entidades (la <b>Reorganización de Mediaset</b>); y</p>	<p>(i) the incorporation of an Italian wholly-owned direct subsidiary of Mediaset (<b>NewCo Italia</b>);</p> <p>(ii) the transfer by Mediaset to NewCo Italia, by means of a contribution in-kind regulated by the Italian civil code, of substantially all of its business and certain shareholdings (the <b>Mediaset Reorganization</b>); and</p>
<p>(iii) la separazione (<i>segregación</i>) da parte di Mediaset España, in conformità al titolo III della LME, di tutte le proprie attività e passività, incluse le partecipazioni in altre società, le quali verranno fatte confluire in Grupo Audiovisual Mediaset España Comunicación, S.A. (<b>GA Mediaset</b>) – una società spagnola interamente e direttamente controllata da Mediaset España – in cambio dell'assegnazione a Mediaset España di tutte le azioni di nuova emissione di GA Mediaset, da emettere nel contesto dell'aumento di capitale che sarà deliberato a servizio dell'operazione di separazione (la <b>Segregazione Mediaset España</b> e, congiuntamente alla Riorganizzazione Mediaset, le <b>Riorganizzazioni Preliminari</b>).</p>	<p>(iii) la segregación por parte de Mediaset España de conformidad con el título III de la LME, del conjunto de su patrimonio, activo y pasivo, incluyendo sus participaciones en otras entidades, a Grupo Audiovisual Mediaset España Comunicación, S.A. (<b>GA Mediaset</b>) – una filial española directa e íntegramente participada por Mediaset España –, recibiendo a cambio Mediaset España la totalidad de las nuevas acciones de GA Mediaset que se emitirán con ocasión de su aumento de capital social derivado de la segregación (la <b>Segregación de Mediaset España</b> y, conjuntamente con la Reorganización de Mediaset, las <b>Reorganizaciones Preliminares</b>).</p>	<p>(iii) the segregation (<i>segregación</i>) by Mediaset España, in accordance with Title III of the LME, of all its assets and liabilities, including its shareholdings in other companies, to Grupo Audiovisual Mediaset España Comunicación, S.A. (<b>GA Mediaset</b>) – a Spanish wholly-owned direct subsidiary of Mediaset España – in exchange for the allotment to Mediaset España of all the new shares in GA Mediaset that will be issued on the occasion of its share capital increase triggered by the segregation (the <b>Mediaset España Segregation</b> and, together with the Mediaset Reorganization, the <b>Preliminary Reorganizations</b>).</p>
<p>La Segregazione Mediaset España è descritta in modo più dettagliato nel progetto di segregazione di Mediaset España (il <b>Progetto di Segregazione Mediaset España</b>), che sarà messo a disposizione sul sito internet di Mediaset España (<a href="http://www.telecinco.es">www.telecinco.es</a>).</p>	<p>La Segregación de Mediaset España está descrita con mayor detalle en el proyecto de segregación de Mediaset España (el <b>Proyecto de Segregación de Mediaset España</b>) que se pondrá a disposición en la página web corporativa de Mediaset España (<a href="http://www.telecinco.es">www.telecinco.es</a>).</p>	<p>The Mediaset España Segregation is described in greater detail in the Mediaset España segregation plan (the <b>Mediaset España Segregation Plan</b>) which will be made available on the corporate website of Mediaset España (<a href="http://www.telecinco.es">www.telecinco.es</a>).</p>

<p>Di conseguenza, prima che la Fusione sia perfezionata, né a Mediaset né a Mediaset España farà capo alcuna attività aziendale in proprio (eccezion fatta per alcune attività finanziarie che rimarranno proprie di Mediaset e che saranno trasferite a MFE per effetto della Fusione).</p> <p>Le Riorganizzazioni Preliminari – il cui perfezionamento costituisce una condizione sospensiva della Fusione, come descritto nel Paragrafo 17 – non avranno alcun impatto sui Rapporti di Cambio indicati nel <u>Paragrafo 3</u>.</p> <p>Inoltre, contemporaneamente alla Fusione, tutte le attività e le passività di Mediaset España che saranno state trasferite a DutchCo per effetto della Fusione – e cioè, le azioni di GA Mediaset – saranno assegnate ad una unità locale di DutchCo, con sede in Spagna e iscritta nel Registro delle Imprese di Madrid (la <b>Succursale Spagnola</b>). La Succursale Spagnola è richiesta dalle norme di diritto spagnolo ai fini dell'applicazione alla Fusione del regime di neutralità fiscale.</p>	<p>Por conseguinte, abans de la consumació de la Fusió, Mediaset y Mediaset España no tindrán actividades empresariales propias (salvo por determinadas actividades financieras que permanecerán en Mediaset y que serán transmitidas a MFE cuando la Fusión sea efectiva).</p> <p>Las Reorganizaciones Preliminares –cuya consumación es una condición suspensiva de la Fusión, tal y como se describe en la <u>Sección 17</u>– no tendrán impacto alguno en las Ecuaciones de Canje indicadas en la <u>Sección 3</u>.</p> <p>Además, con carácter simultáneo a la Fusión, todos los activos y pasivos de Mediaset España transmitidos a DutchCo en virtud de aquella –es decir, las acciones de GA Mediaset– quedarán afectos a una sucursal de DutchCo situada en España e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid (la <b>Sucursal en España</b>). La Sucursal en España es necesaria para aplicar a la Fusión el régimen de neutralidad fiscal previsto bajo Derecho español.</p>	<p>Therefore, before completion of the Merger, Mediaset and Mediaset España will not have any business activities of their own (save for certain financial activities that will remain in Mediaset and will be transferred to MFE upon effectiveness of the Merger).</p> <p>The Preliminary Reorganizations – the completion of which is a condition precedent to the Merger, as described at <u>Section 17</u> – will not have any impact on the Exchange Ratios indicated in <u>Section 3</u>.</p> <p>In addition, simultaneously to the Merger, all of Mediaset España's assets and liabilities transferred to DutchCo by virtue of the Merger – namely the GA Mediaset shares – will be allocated to a branch of DutchCo located in Spain and registered with the Commercial Register of Madrid (the <b>Spanish Branch</b>). The Spanish Branch is required in order to apply to the Merger the tax neutrality regime foreseen under Spanish law.</p>
<p>(C) Subordinatamente al completamento delle formalità preliminari alla Fusione e all'avveramento (o alla rinuncia, a seconda dei casi) delle condizioni sospensive, come descritte nel <u>Paragrafo 17</u>, la Fusione sarà eseguita in conformità con quanto previsto dalla Sezione 2:318 del Codice Civile Olandese e, pertanto, diverrà efficace alle ore 00:00 CET (<i>Central European Time</i>) del giorno successivo a quello di stipulazione dell'atto notarile di fusione (<b>l'Atto di Fusione</b>) dinanzi ad un notaio operante in Olanda (la <b>Data di Efficacia della Fusione</b>). Successivamente, il Registro delle Imprese olandese informerà il Registro delle Imprese di Milano e il Registro delle Imprese di Madrid in relazione alla Data di Efficacia della Fusione.</p>	<p>(C) Con sujeción al cumplimiento de las formalidades previas a la Fusión, y a la satisfacción (o renuncia, en su caso) de las condiciones suspensivas descritas en la <u>Sección 17</u>, la Fusión se llevará a cabo de conformidad con la sección 2:318 del DCC y, como tal, se hará efectiva a las 00:00 a.m. CET (<i>Central European Time</i>) del día siguiente a aquel en el que se otorgue la escritura de fusión (la <b>Escritura de Fusión</b>) ante un notario público ejerciente en los Países Bajos (la <b>Fecha de Efectividad de la Fusión</b>). El Registro Mercantil neerlandés informará posteriormente al Registro Mercantil de Milán y al Registro Mercantil de Madrid de la Fecha de Efectividad de la Fusión.</p>	<p>(C) Subject to the completion of the pre-merger formalities and the satisfaction (or the waiver, as the case may be) of the conditions precedent, as described in <u>Section 17</u>, the Merger shall be implemented in accordance with Section 2:318 of the DCC and, as such, will become effective at 00:00 am CET (<i>Central European Time</i>) on the day following the day on which the deed of merger (the <b>Merger Deed</b>) is executed before a civil law notary officiating in the Netherlands (the <b>Merger Effective Date</b>). The Dutch Commercial Register will subsequently inform the Companies' Register of Milan and the Commercial Register of Madrid about the Merger Effective Date.</p>
<p>(D) Per effetto della Fusione, sulla base dei Rapporti di Cambio (come definiti nel <u>Paragrafo 3.1</u>):</p>	<p>(D) Al consumarse la Fusión, y sobre la base de las Ecuaciones de Canje (según se definen en la <u>Sección 3.1</u>):</p>	<p>(D) Upon completion of the Merger, on the basis of the Exchange Ratios (as defined in <u>Section 3.1</u>):</p>



<p>(i) ciascun azionista di Mediaset, inclusa la banca depositaria in conformità al programma di <i>American Depositary Receipts (ADRs)</i> di Mediaset, riceverà tante Azioni Ordinarie DutchCo (le <b>Azioni Ordinarie DutchCo</b>) quante risulteranno dall'applicazione del Rapporto di Cambio I (come definito nel <u>Paragrafo 3.1</u>);</p>	<p>(i) cada accionista de Mediaset, incluido el banco depositario conforme al programa de <i>American Depositary Receipts (ADRs)</i> de Mediaset, recibirá tantas acciones ordinarias de DutchCo (<b>DutchCo Ordinary Shares</b>) como resulte de la Ecuación de Canje I (según se define en la <u>Sección 3.1</u>);</p>	<p>(i) each Mediaset shareholder, including the depositary bank under the Mediaset American Depositary Receipts (<b>ADRs</b>) program, will receive such number of ordinary shares of DutchCo (<b>DutchCo Ordinary Shares</b>) as results from the Exchange Ratio I (as defined in <u>Section 3.1</u>);</p>
<p>(ii) ciascun titolare di ADRs rappresentativi di azioni Mediaset riceverà tanti ADRs rappresentativi di Azioni Ordinarie DutchCo quanti risulteranno dall'applicazione del Rapporto di Cambio I; e</p>	<p>(ii) cada titular de ADRs representativos de acciones de Mediaset recibirá un número tal de ADRs representativos de Acciones Ordinarias de DutchCo como resulte de la Ecuación de Canje I; y</p>	<p>(ii) each holder of ADRs representing Mediaset shares will receive such number of ADRs representing DutchCo Ordinary Shares as results from the Exchange Ratio I; and</p>
<p>(iii) ciascun azionista di Mediaset España (tranne Mediaset, in quanto le azioni da questa detenute in Mediaset España saranno annullate di diritto ai sensi della Sezione 2:325(4) del Codice Civile Olandese) riceverà tante Azioni Ordinarie DutchCo quante risulteranno dall'applicazione del Rapporto di Cambio II (come definito nel <u>Paragrafo 3.1</u>).</p>	<p>(iii) cada accionista de Mediaset España (salvo Mediaset, toda vez que sus acciones de Mediaset España se extinguirán por ministerio de la ley de conformidad con la sección 2:325(4) del DCC) recibirá tantas Acciones Ordinarias de DutchCo como resulte de la Ecuación de Canje II (según se define en la <u>Sección 3.1</u>).</p>	<p>(iii) each Mediaset España shareholder (other than Mediaset, as the shares held in Mediaset España will be cancelled by operation of law pursuant to Section 2:325(4) of the DCC) will receive such number of DutchCo Ordinary Shares as results from the Exchange Ratio II (as defined in <u>Section 3.1</u>).</p>
<p>Non verranno attribuite ad alcun azionista delle Società Incorporate frazioni di Azioni Ordinarie DutchCo. Per maggiori dettagli in relazione alla gestione delle frazioni di azioni derivanti dall'applicazione del Rapporto di Cambio II (come definito nel <u>Paragrafo 3.1</u>), si rinvia al <u>Paragrafo 3.1</u>.</p>	<p>A ningún accionista de las Sociedades Absorbidas se le asignarán picos de Acciones Ordinarias de DutchCo. Para un mayor detalle sobre la gestión de los picos de acciones derivados de la aplicación de la Ecuación de Canje II (tal y como se define en la <u>Sección 3.1</u>), véase la <u>Sección 3.1</u>.</p>	<p>No fractional DutchCo Ordinary Shares shall be allotted to any holder of shares of the Absorbed Companies. For further detail on the management of share fractions deriving from the application of Exchange Ratio II (as defined in <u>Section 3.1</u>), please refer to <u>Section 3.1</u>.</p>
<p>Fermi restando i diritti di recesso descritti nel <u>Paragrafo 15</u> – e al di là delle Azioni Ordinarie DutchCo da assegnare in cambio delle azioni Mediaset e delle azioni Mediaset España – non sono previsti conguagli, né in denaro né di altro tipo, da corrispondersi ad opera di DutchCo, Mediaset o Mediaset España in favore degli azionisti di Mediaset e di Mediaset España in relazione alla Fusione.</p>	<p>Sin perjuicio de los derechos de separación descritos en la <u>Sección 15</u> –y aparte de las Acciones Ordinarias de DutchCo que se entreguen en canje de las acciones de Mediaset y Mediaset España–, DutchCo, Mediaset y Mediaset España no abonarán ninguna contraprestación adicional, ni en efectivo ni de otro modo, a los accionistas de Mediaset y Mediaset España en relación con la Fusión.</p>	<p>Without prejudice to the withdrawal rights described in <u>Section 15</u> – and aside from the DutchCo Ordinary Shares to be delivered in exchange for the Mediaset and Mediaset España shares – no additional consideration, either in cash or otherwise, will be paid by DutchCo, Mediaset or Mediaset España to the Mediaset and Mediaset España shareholders in connection with the Merger.</p>

(E) Come meglio descritto nelle relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione in relazione alla Fusione, da un punto di vista strategico, operativo e industriale, l'operazione si pone l'obiettivo di creare un gruppo pan-europeo nel settore dell' <i>entertainment</i> e dei <i>media</i> , con una posizione di <i>leadership</i> nei propri mercati di riferimento e una scala che gli permetta di essere maggiormente competitivo e aumentare potenzialmente il proprio raggio di azione ad altre nazioni in Europa. Una solida struttura patrimoniale coniugata ad una forte generazione di cassa consentirà a MFE di avere capacità finanziarie adeguate a svolgere un ruolo centrale nel contesto di un possibile futuro scenario di consolidamento dell'industria televisiva e media europea.	(E) Come se explica con más detalle en los informes preparados por los Consejos de Administración en relación con la Fusión, desde una perspectiva estratégica, operativa e industrial, la Operación está dirigida a la creación de un grupo de medios y entretenimiento paneuropeo, con una posición de liderazgo en sus mercados domésticos y una dimensión superior para competir, y potencial para expandirse a determinados países de toda Europa. La combinación de una estructura de capital sostenible y un sólido perfil de generación de flujos de caja proporciona a MFE la capacidad necesaria para desempeñar un papel fundamental en el contexto de un posible escenario futuro de consolidación en la industria audiovisual y de medios europea.	(E) As further explained in the reports prepared by the Boards of Directors with respect to the Merger, from a strategic, operational and industrial perspective, the transaction is aimed at creating a pan-European media and entertainment group, with a leading position in its local markets and greater scale to compete and potential to expand further in specific countries across Europe. Combined sustainable capital structure and strong cash flow generation profile provide MFE with the required firepower to play a pivotal role in the context of a possible future consolidation scenario in the European video media industry.
La creazione di una <i>holding</i> in Olanda risponde alla necessità di trovare una sede neutrale e adeguata alla realizzazione di un progetto così ambizioso (come testimoniato da altre società che hanno adottato la medesima struttura societaria). Costituisce un passo importante verso lo sviluppo di una società <i>media</i> pienamente integrata, che possa diventare <i>leader</i> nel mercato dell'intrattenimento, lineare e non lineare, facendo leva su piattaforme tecnologiche di proprietà e su dati di profilazione dei propri spettatori per poter competere ad armi pari all'interno di un mercato dei <i>media</i> in continua evoluzione.	La creación de una nueva sociedad <i>holding</i> en los Países Bajos representa la sede más idónea y neutral para un proyecto tan ambicioso (como ha quedado demostrado por otras compañías que han adoptado la misma estructura) y constituye un paso importante en el desarrollo de un gigante de los medios plenamente integrado, que se erigiría en líder en entretenimiento lineal y no lineal, aprovechando la tecnología y los datos para competir en pie de igualdad en un entorno de medios en constante evolución.	The creation of a new holding company in the Netherlands represents the perfect and neutral ground for such an ambitious project (as proven by other companies that have adopted the same structure) and constitutes an important step in the development of a fully integrated media powerhouse, which would become a leader in linear and non-linear entertainment, leveraging tech and data to compete on an equal footing in the evolving media space.
In un panorama competitivo e in continuo sviluppo, l'internazionalizzazione del <i>business</i> , la realizzazione di economie di scala e la capacità di sviluppare un'offerta di prodotti di intrattenimento ad elevato contenuto tecnologico e contenuti di qualità diventano tutti elementi cruciali per realizzare una proficua strategia di sviluppo all'altezza di una <i>media company</i> moderna.	En el contexto del panorama actual, competitivo y en constante desarrollo, la internacionalización, las economías de escala y la capacidad de ofrecer productos adaptados a la tecnología ( <i>tech enabled products</i> ) y contenido de calidad se están convirtiendo en factores críticos para la ejecución rentable de estrategias de compañías de medios modernas.	In the context of the current constantly developing competitive landscape, internationalization, economies of scale and ability to offer tech enabled products and quality content are becoming the key critical factors in the profitable execution of modern media company strategies.

<p><b>(F)</b> Le azioni Mediaset sono attualmente quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (il <b>Mercato Telematico Azionario</b>) e le azioni Mediaset España sono attualmente quotate sui mercati azionari spagnoli di Barcellona, Bilbao, Madrid e Valencia, organizzati e gestiti dalle rispettive società di gestione del mercato (<i>sociedades rectoras de las bolsas de valores</i>) (i <b>Mercati Azionari Spagnoli</b>) e sono negoziati attraverso il sistema di quotazione automatizzato dei Mercati Azionari Spagnoli (<i>Sistema de Interconexión Bursátil Español</i> – il <b>SIBE</b>), organizzato e gestito da <i>Sociedad de Bolsas, S.A.U.</i></p>	<p><b>(F)</b> Las acciones de Mediaset están actualmente admitidas a negociación en el <i>Mercato Telematico Azionario</i>, organizado y gestionado por Borsa Italiana S.p.A. (el <b>Mercato Telematico Azionario</b>), y las acciones de Mediaset España están actualmente admitidas negociación en las bolsas de valores de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, organizadas y gestionadas por las respectivas sociedades rectoras de las bolsas de valores (las <b>Bolsas Españolas</b>), y se negocian a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español (el <b>SIBE</b>) de las Bolsas Españolas, organizado y gestionado por Sociedad de Bolsas, S.A.U.</p>	<p>The Mediaset shares are currently listed on the <i>Mercato Telematico Azionario</i>, which is organized and managed by Borsa Italiana S.p.A., (the <b>Mercato Telematico Azionario</b>) and the Mediaset España shares are currently listed on the Spanish stock exchanges of Barcelona, Bilbao, Madrid and Valencia, which are organized and managed by their respective managing companies of the stock exchanges (<i>sociedades rectoras de las bolsas de valores</i>) (the <b>Spanish Stock Exchanges</b>) and are traded through the automated quotation system of the Spanish Stock Exchanges (<i>Sistema de Interconexión Bursátil Español</i> – the <b>SIBE</b>), organized and managed by <i>Sociedad de Bolsas, S.A.U.</i></p>
<p>Il perfezionamento della Fusione è subordinato, <i>inter alia</i>, all'ammissione a quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario (per maggiori informazioni sulle condizioni sospensive, si rinvia al <u>Paragrafo 17</u>). Inoltre, DutchCo presenterà domanda di ammissione a quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sui Mercati Azionari Spagnoli, per la loro negoziazione attraverso il SIBE.</p>	<p>La consumación de la Fusión está sujeta, <i>inter alia</i>, a la admisión a negociación de las Acciones Ordinarias de DutchCo en el Mercato Telematico Azionario (para más información sobre las condiciones suspensivas, véase la <u>Sección 17</u>). Asimismo, DutchCo solicitará la admisión a negociación de las Acciones Ordinarias de DutchCo en las Bolsas Españolas para su negociación a través del SIBE.</p>	<p>Completion of the Merger is subject to, <i>inter alia</i>, admission to listing of the DutchCo Ordinary Shares on the Mercato Telematico Azionario (for further information on the conditions precedent, see <u>Section 17</u>). Additionally, DutchCo will apply for admission to listing of the DutchCo Ordinary Shares on the Spanish Stock Exchanges for trading through the SIBE.</p>
<p>Si prevede che la quotazione e le negoziazioni delle Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario e sui Mercati Azionari Spagnoli (attraverso il SIBE) abbiano inizio alla Data di Efficacia della Fusione ovvero in una data prossima alla medesima.</p>	<p>Se prevé que las Acciones Ordinarias de DutchCo sean admitidas a negociación y coticen en el Mercato Telematico Azionario y en las Bolsas Españolas (a través del SIBE) en la Fecha de Efectividad de la Fusión o en una fecha próxima a ésta.</p>	<p>Listing and trading of the DutchCo Ordinary Shares on the Mercato Telematico Azionario and the Spanish Stock Exchanges (through the SIBE) is envisaged to occur on or about the Merger Effective Date.</p>
<p>Al fine dell'ammissione a quotazione e alle negoziazioni delle Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario, DutchCo dovrà presentare a Borsa Italiana S.p.A. le relative domande di ammissione a quotazione e alla negoziazione.</p>	<p>A fin de que las Acciones Ordinarias de DutchCo sean admitidas a negociación y coticen en el Mercato Telematico Azionario, DutchCo presentará a Borsa Italiana S.p.A. las correspondientes solicitudes de admisión a negociación y de cotización.</p>	<p>In order for DutchCo Ordinary Shares to be admitted to listing and trading on the Mercato Telematico Azionario, DutchCo shall submit to Borsa Italiana S.p.A. the relevant applications for admission to listing and for admission to trading.</p>



<p>Al fine dell'ammissione a quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sui Mercati Azionari Spagnoli per la loro negoziazione sul SIBE, DutchCo dovrà presentare le relative domande di ammissione a quotazione e alle negoziazioni, rispettivamente, alle società di gestione dei Mercati Azionari Spagnoli e alla commissione nazionale spagnola del mercato di valori mobiliari (<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i> – la <b>CNMV</b>).</p> <p>DutchCo dovrà altresì predisporre un prospetto di quotazione da sottoporre all'autorità di vigilanza olandese (<i>Autoriteit Financiële Markten</i> – l'<b>AFM</b>); il prospetto di quotazione, a seguito dell'approvazione da parte dell'AFM, dovrà beneficiare del c.d. "regime di passaporto" ai fini della sua validità in Italia e in Spagna, ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.</p> <p>(G) Pertanto, a seguito del perfezionamento dell'Operazione, tutte le attività aziendali esistenti, le partecipazioni e qualsivoglia altra attività e passività riferibile al <i>business</i> di Mediaset e di Mediaset España saranno consolidate in (o saranno controllate da, a seconda dei casi) un'unica società (MFE), le cui azioni ordinarie saranno ammesse a quotazione e alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario e saranno altresì ammesse a quotazione sui Mercati Azionari Spagnoli, per la loro negoziazione attraverso il SIBE.</p> <p>(H) Il presente Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera sarà reso pubblico ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari. Esso sarà messo a disposizione sul sito internet di Mediaset (<a href="http://www.mediaset.it">www.mediaset.it</a>) e sul sito internet di Mediaset España (<a href="http://www.telecinco.es">www.telecinco.es</a>), nonché presso le sedi di Mediaset e Mediaset España e l'ufficio principale di DutchCo.</p>	<p>A fin de que las Acciones Ordinarias de DutchCo sean admitidas a negociación en las Bolsas Españolas para su negociación en el SIBE, DutchCo presentará las correspondientes solicitudes de admisión a negociación y cotización a las sociedades rectoras de las Bolsas Españolas y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la <b>CNMV</b>), respectivamente.</p> <p>Asimismo, DutchCo elaborará un folleto de admisión a negociación para su remisión a la autoridad supervisora neerlandesa (<i>Autoriteit Financiële Markten</i> – la <b>AFM</b>); dicho folleto será certificado para su remisión a Italia y España tras su aprobación por la AFM, conforme a la normativa aplicable en materia de pasaporte europeo de folletos.</p> <p>(G) Por tanto, una vez consumada la Operación, todas las actividades empresariales, participaciones sociales en otras entidades y cualesquiera otros activos y pasivos pertenecientes al negocio de Mediaset y Mediaset España se consolidarán en (o serán controlados por, en su caso) una única persona jurídica (MFE), cuyas acciones ordinarias se admitirán a negociación y cotizarán en el Mercato Telematico Azionario y se admitirán a negociación en las Bolsas Españolas para su negociación a través del SIBE.</p> <p>(H) Este Proyecto Común de Fusión Transfronteriza será puesto a disposición del público de conformidad con la normativa aplicable. En particular, se pondrá a disposición en la página web corporativa de Mediaset (<a href="http://www.mediaset.it">www.mediaset.it</a>) y en la página web corporativa de Mediaset España (<a href="http://www.telecinco.es">www.telecinco.es</a>), así como en los domicilios sociales de Mediaset y Mediaset España y en la sede principal de DutchCo.</p>	<p>In order for DutchCo Ordinary Shares to be admitted to listing on the Spanish Stock Exchanges for trading on the SIBE, DutchCo shall submit the relevant applications for admission to listing and trading to the managing companies of the Spanish Stock Exchanges and to the Spanish national securities market commission (<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i> – the <b>CNMV</b>), respectively.</p> <p>DutchCo shall also prepare a listing prospectus to be submitted to the Dutch supervisory authority (<i>Autoriteit Financiële Markten</i> – the <b>AFM</b>), which listing prospectus will be passported into Italy and Spain, following approval by the AFM, in accordance with applicable laws and regulations.</p> <p>(G) Therefore, following completion of the Transaction, all existing business activities, shareholdings and any other assets and liabilities pertaining to the business of Mediaset and Mediaset España will be consolidated into (or controlled by, as the case may be) one single legal entity (MFE), the ordinary shares of which will be admitted to listing and trading on the Mercato Telematico Azionario and will be admitted to listing on the Spanish Stock Exchanges for their trading through the SIBE.</p> <p>(H) The present Common Cross-Border Merger Plan will be made available to the public in accordance with applicable laws and regulations. It will be made available on the corporate website of Mediaset (<a href="http://www.mediaset.it">www.mediaset.it</a>) and on the corporate website of Mediaset España (<a href="http://www.telecinco.es">www.telecinco.es</a>), as well as at the registered seat of Mediaset and Mediaset España and at DutchCo's principal office.</p>
--	--	--

<p>Alla luce della nazionalità delle Società Partecipanti alla Fusione, delle disposizioni di cui al Titolo 2.7 del Codice Civile Olandese, di cui al Decreto Legislativo 108 e di cui al LME, nonché della prospettata quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario e sui Mercati Azionari Spagnoli, il presente Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera è stato predisposto in italiano, in spagnolo e in inglese. In caso di difformità tra le versioni italiana, spagnola e inglese, la versione italiana prevarrà.</p> <p>Ai sensi del diritto italiano, il presente Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera deve essere redatto in lingua italiana e depositato presso il Registro delle Imprese di Milano. Ai sensi del diritto spagnolo, verrà dato atto sulla Gazzetta Ufficiale del Registro delle Imprese spagnolo (<i>Boletín Oficial del Registro Mercantil</i> – il <b>BORME</b>) della avvenuta pubblicazione del presente Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera sul sito internet di Mediaset España. Inoltre, il presente Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera sarà depositato per l'iscrizione presso il Registro delle Imprese olandese.</p> <p>Le informazioni che devono essere fornite ai sensi delle Sezioni 2:312, comma 2, 2:326 e 2:333d del Codice Civile Olandese, dell'Articolo 2501-ter del codice civile italiano e dell'Articolo 6 del Decreto Legislativo 108, nonché degli Articoli 31 e 59 della LME, sono le seguenti:</p>	<p>En atención a la nacionalidad de la Sociedades Participantes en la Fusión, a las disposiciones del título 2.7 del DCC, del Decreto Legislativo 108 y de la LME, así como a la admisión a negociación prevista de las Acciones Ordinarias de DutchCo en el Mercado Telemático Azionario y en las Bolsas Españolas, el presente Proyecto Común de Fusión Transfronteriza ha sido elaborado en italiano, español e inglés. En caso de discrepancias entre la versión italiana, la versión española y la versión inglesa, prevalecerá la versión italiana.</p> <p>Conforme a la normativa italiana, el presente Proyecto Común de Fusión Transfronteriza debe ser suscrito en italiano y presentado a inscripción en el Registro Mercantil de Milán. De conformidad con la normativa española, el hecho de que el Proyecto Común de Fusión Transfronteriza haya sido insertado en la página web corporativa de Mediaset España será publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (el <b>BORME</b>). Asimismo, el presente Proyecto Común de Fusión Transfronteriza será presentado a inscripción en el Registro Mercantil neerlandés.</p> <p>De conformidad con las secciones 2:312, párrafo 2, 2:326 y 2:333d del DCC, el artículo 2501-ter del código civil italiano, el artículo 6 del Decreto Legislativo 108 y los artículos 31 y 59 de la LME, este Proyecto Común de Fusión Transfronteriza tiene el siguiente contenido:</p>	<p>In view of the nationality of the Merging Companies, of the provisions of Title 2.7 of the DCC, of the Legislative Decree 108 and of the LME, as well as of the expected listing of the DutchCo Ordinary Shares on the Mercato Telematico Azionario and on the Spanish Stock Exchanges, the present Common Cross-Border Merger Plan has been prepared in Italian, Spanish and English. In case of discrepancies between the Italian version, the Spanish version and the English version, the Italian text shall prevail.</p> <p>Italian law provides that the present Common Cross-Border Merger Plan must be executed in Italian and filed with the Companies' Register of Milan. Pursuant to Spanish law, the fact of the Common Cross-Border Merger Plan having been uploaded in the corporate website of Mediaset España will be published in the Official Gazette of the Commercial Register (<i>Boletín Oficial del Registro Mercantil</i> – the <b>BORME</b>). In addition, the present Common Cross-Border Merger Plan will be filed for registration with the Dutch Commercial Register.</p> <p>Pursuant to Sections 2:312, paragraph 2, 2:326 and 2:333d of the DCC, Article 2501-ter of the Italian civil code, Article 6 of the Legislative Decree 108 and Articles 31 and 59 of the LME, this Common Cross-Border Merger Plan has the following content:</p>
<p><b>1. DENOMINAZIONE, FORMA GIURIDICA, SEDE, CAPITALE SOCIALE E NUMERO DI ISCRIZIONE DELLE SOCIETÀ</b></p> <p>1.1. Società Incorporante: DutchCo</p> <p>Denominazione: Mediaset Investment N.V.</p> <p>Forma giuridica: Società per azioni (<i>naamloze vennootschap</i>) costituita ai sensi del diritto olandese</p> <p>Sede legale: Amsterdam (Olanda)</p> <p>Domicilio fiscale: Cologno Monzese, Milano (Italia)</p> <p>Ufficio principale: Viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese, Milano (Italia)</p>	<p><b>1. DENOMINACIÓN, TIPO SOCIAL, DOMICILIO, CAPITAL Y DETALLES REGISTRALES DE LAS SOCIEDADES</b></p> <p>1.1. Sociedad Absorbente: DutchCo</p> <p>Denominación: Mediaset Investment N.V.</p> <p>Tipo social: Sociedad anónima (<i>naamloze vennootschap</i>) constituida con arreglo a Derecho neerlandés</p> <p>Domicilio social: Ámsterdam (los Países Bajos)</p> <p>Domicilio fiscal: Cologno Monzese, Milán (Italia)</p> <p>Sede principal: Viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese, Milán (Italia)</p>	<p><b>1. NAME, LEGAL FORM, SEAT, SHARE CAPITAL AND REGISTER DETAILS OF THE COMPANIES</b></p> <p>1.1. Absorbing Company: DutchCo</p> <p>Name: Mediaset Investment N.V.</p> <p>Legal form: Public company (<i>naamloze vennootschap</i>) incorporated under the laws of the Netherlands</p> <p>Official seat: Amsterdam (the Netherlands)</p> <p>Tax domicile: Cologno Monzese, Milan (Italy)</p> <p>Principal office: Viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese, Milan (Italy)</p>



<u>PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN TRANSFRONTERIZA</u>	<u>PROJET COMMUN DE FUSION TRANSFRONTALIÈRE</u>
<p>entre</p> <p>BNP PARIBAS SA (como Sociedad Absorbente)</p> <p>y</p> <p>BNP PARIBAS ESPAÑA, S.A. (como Sociedad Absorbida)</p> <p>Madrid y París, a 28 de marzo de 2019</p>	<p>entre</p> <p>BNP PARIBAS SA (en qualité de Société Absorbante)</p> <p>et</p> <p>BNP PARIBAS ESPAÑA, S.A. (en qualité de Société Absorbée)</p> <p>À Madrid et Paris, le 28 mars 2019</p>

U08120181



SECCIÓN PRIMERA: MENCIONES REQUERIDAS POR LA LME Y DISPOSICIONES CONCORDANTES DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS	SECTION PREMIÈRE : MENTIONS EXIGÉES PAR LA LMS ET DISPOSITIONS CONCORDANTES DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS
1. INTRODUCCIÓN	1. INTRODUCTION
1.1. Disposiciones previas	1.1. Dispositions préalables
A los efectos de lo previsto en la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio sobre determinados aspectos del derecho de sociedades (en adelante, la "Directiva 2017/1132"), la ley española 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles (en adelante, la "LME") y los artículos L. 236-25 y siguientes y R. 236-13 y siguientes del Código de comercio francés, los administradores de BNP Paribas España, S.A. (en adelante, "BNPP España" o "Sociedad Absorbida") y los representantes debidamente apoderados de BNP Paribas (en adelante, "BNP Paribas" o "Sociedad Absorbente" y, conjuntamente con la Sociedad Absorbida, las "Sociedades") proceden a formular y suscribir conjuntamente el presente proyecto común de fusión transfronteriza intracomunitaria, que será presentado para su aprobación por la junta general de la Sociedad Absorbida y que contiene las menciones legalmente exigidas por las normativas española y francesa, en los términos y condiciones establecidos a continuación (el "Proyecto Común de Fusión").	Aux fins des dispositions de la directive (UE) 2017/1132 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relative à certains aspects du droit des sociétés (ci-après, la « Directive 2017/1132 »), de la loi espagnole n° 3/2009 du 3 avril 2009, relative aux modifications structurelles des sociétés commerciales (ci-après, la « LMS ») et des articles L. 236-25 et suivants et R. 236-13 et suivants du Code de commerce français, les administrateurs de BNP Paribas España, S.A. (ci-après, « BNPP España » ou la « Société Absorbée ») et les représentants dûment habilités de BNP Paribas (ci-après, « BNP Paribas » ou la « Société Absorbante » et, conjointement avec la Société Absorbée, les « Sociétés ») concluent le présent projet commun de fusion transfrontalière intracommunautaire, qui sera présenté à l'assemblée générale de la Société Absorbée pour son approbation et qui contient les mentions légales exigées par les réglementations espagnole et française, conformément aux termes et conditions stipulés ci-après (le « Projet Commun de Fusion »).
1.2. Estructura de la operación	1.2. Structure de l'opération
La operación proyectada es una fusión por absorción, siendo BNP Paribas la sociedad absorbente y BNPP España la sociedad absorbida (la "Fusión").	L'opération envisagée est une fusion par absorption, BNP Paribas revêtant la qualité de société absorbante et BNPP España, celle de société absorbée (ci-après, la « Fusion »).
En consecuencia, una vez consumada la Fusión, BNPP España se extinguirá, mediante disolución sin liquidación, y transmitirá en bloque todos sus activos y pasivos a BNP Paribas, sin que proceda ninguna ampliación de capital en BNP Paribas, y ésta última adquirirá por sucesión universal todos los activos y pasivos de BNPP España y se subrogará, de manera general, en todos los derechos, acciones, obligaciones y compromisos de BNPP España. Asimismo, con ocasión de la Fusión, se amortizarán todas las acciones que integran el capital social de BNPP España.	Par conséquent, une fois la Fusion réalisée, BNPP España sera dissoute sans liquidation et transmettra en bloc l'ensemble de ses actifs et passifs à BNP Paribas, sans qu'il y ait lieu de procéder à une quelconque augmentation de capital au sein de BNP Paribas, cette dernière recevant, par transmission universelle du patrimoine, tous les actifs et passifs de BNPP España et étant subrogée, de manière générale, dans tous les droits, actions, obligations et engagements de BNPP España. En outre, à l'occasion de la Fusion, les actions qui composent le capital social de BNPP España seront annulées.
BNP Paribas tendrá plena titularidad sobre los bienes y derechos de BNPP España, incluyendo aquellos que podrían haber sido omitidos, bien en el presente documento, bien en la contabilidad de BNPP España, a contar desde la Fecha de Realización de la Fusión, tal y como se define en el apartado 16 posterior. BNP Paribas se beneficiará del uso y disfrute de los bienes aportados por BNPP España con efectos retroactivos desde el 1 de enero de 2019, fecha de efectos contables y fiscales de la Fusión (tal y como se establece en el apartado 9 posterior) (en adelante, la "Fecha de Efectos Contables"). El resultado de las operaciones tanto de activo como de pasivo llevadas a cabo por BNPP España desde el 1 de enero de 2019 hasta la Fecha de Realización de la Fusión se considerará realizado por BNP Paribas.	BNP Paribas aura la pleine propriété des biens et droits de BNPP España en ce compris ceux qui auraient été omis, soit aux présentes, soit dans la comptabilité de BNPP España, à compter de la Date de Réalisation de la Fusion, telle que définie dans la section 16 ci-dessous. BNP Paribas bénéficiera de la jouissance des biens apportés par BNPP España avec effet rétroactif au 1er janvier 2019, date d'effet comptable et fiscal de la Fusion (tel qu'il est établi dans la section 9 ci-dessous) (ci-après, la « Date d'Effet Comptable »). Le résultat des opérations tant actives que passives conclues par BNPP España depuis le 1er janvier 2019 jusqu'à la Date de Réalisation de la Fusion sera réputé avoir été réalisé par BNP Paribas.
En la Fecha de Realización de la Fusión, todos los derechos, obligaciones, activos, pasivos, trabajadores, contratos y	A la Date de Réalisation de la Fusion, tous les droits, obligations, actifs, passifs, le personnel, les contrats ainsi que





<p>cualesquiera otros elementos transmitidos por BNPP España en el marco de la Fusión, incluyendo las acciones de la entidad BNP Paribas Gestión de Inversiones, Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, S.A., serán afectados al balance de la sucursal en España de BNP Paribas (la "Sucursal"). En consecuencia, las partidas de activo y pasivo serán atribuidas a la Sucursal, que proseguirá, después de la Fusión y en su calidad de sucesor legal, las actividades realizadas por BNPP España.</p>	<p>tous autres éléments transmis par BNPP España dans le cadre de la Fusion, y compris les actions de BNP Paribas Gestión de Inversiones, Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, S.A., seront inscrits au bilan de la succursale espagnole de BNP Paribas (ci-après, la « Succursale »). En conséquence, les postes d'actif et de passif seront attribués à la Succursale, qui poursuivra, après la Fusion et en tant que successeur en droit, les activités exercées par BNPP España.</p>
<p>Se hace constar que, a los efectos oportunos bajo derecho francés y sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 9 posterior, la Fusión será considerada realizada en la Fecha de Realización de la Fusión.</p>	<p>Il est indiqué que, pour les besoins du droit français et sans préjudice de ce qui est établi dans la section 9 ci-dessous, la Fusion sera considérée comme réalisée à la Date de Réalisation de la Fusion.</p>
<p>Asimismo, se hace constar que BNP Paribas es titular de un número de acciones representativas del 99,7% del capital social de BNPP España, estando el 0,3% restante del capital social de BNPP España distribuido entre determinadas personas físicas y jurídicas (los "Accionistas Minoritarios").</p>	<p>De surcroît, il est indiqué que BNP Paribas est titulaire d'un nombre d'actions représentant 99,7 % du capital social de BNPP España, le reliquat de 0,3 % du capital social de cette dernière étant réparti entre différentes personnes physiques et morales (ci-après, les « Actionnaires Minoritaires »).</p>
<p><b>1.3. Justificación de la Fusión</b></p>	<p><b>1.3. Justification de la Fusion</b></p>
<p>La Fusión constituye una operación interna de integración y reestructuración cuyo objetivo es simplificar la organización del grupo BNP Paribas (el "Grupo"). La Fusión permitirá la plena integración de las actividades del Grupo en España con la finalidad de racionalizar su estructura, lo cual, en consecuencia, conllevará sinergias operativas que reporten beneficios tanto financieros como operativos al Grupo.</p>	<p>La Fusion constitue une opération interne d'intégration et de restructuration dont l'objectif est de simplifier l'organisation du groupe BNP Paribas (ci-après, le « Groupe »). La Fusion permettra la pleine intégration des activités du Groupe en Espagne afin de rationaliser la structure de ce dernier et, par suite, de parvenir à des synergies opérationnelles générant des bénéfices tant financiers qu'opérationnels pour le Groupe.</p>
<p><b>1.4. Características y régimen jurídico de la operación</b></p>	<p><b>1.4. Caractéristiques et régime juridique de l'opération</b></p>
<p>En la medida en que BNPP España es una sociedad constituida bajo la ley española y BNP Paribas es una sociedad constituida bajo la ley francesa, la Fusión es una fusión transfronteriza intracomunitaria.</p>	<p>Dans la mesure où BNPP España est une société constituée conformément à la loi espagnole et BNP Paribas, une société constituée en vertu de la loi française, la Fusion est une fusion transfrontalière intracommunautaire.</p>
<p>Como tal, la Fusión se rige por lo establecido en las respectivas leyes personales de las sociedades participantes en la misma que transponen la Directiva 2017/1132, y, en concreto, (a) por el Título II de la LME, y (b) por los artículos L.236-25 y siguientes y R.236-13 y siguientes del Código de comercio francés.</p>	<p>En tant que telle, la Fusion est régie par les lois respectives des sociétés qui y participent et qui transposent la Directive 2017/1132 et, plus particulièrement, par : a) le titre II de la LMS ; et, b) les articles L.236-25 et suivants et R. 236-13 et suivants du Code de commerce français.</p>
<p>Asimismo, dado que la Sociedad Absorbente es titular de más de un 90% de los derechos de voto de la Sociedad Absorbida, le será aplicable a la Fusión el régimen de la fusión transfronteriza "semi-simplificada" (fusion transfrontalière « semi-simplifiée ») de conformidad con el artículo L. 236-11-1 del Código de comercio francés.</p>	<p>De plus, étant donné que la Société Absorbante détient plus de 90% des droits de vote de la Société Absorbée, le régime de la fusion transfrontalière « semi-simplifiée » sera applicable à la Fusion conformément à l'article L.236-11-1 du Code de commerce français.</p>
<p>En consecuencia, la Fusión no dará lugar a la aprobación por la junta general de la Sociedad Absorbente, excepto si uno o varios accionistas titulares de al menos 5% del capital social de BNP Paribas lo solicitan de conformidad con las disposiciones del artículo L. 236-11-1-1 del Código de comercio francés.</p>	<p>Par conséquent, la Fusion ne donnera pas lieu à approbation par l'assemblée générale de la Société Absorbante, sauf si un ou plusieurs actionnaires réunissant au moins 5 % du capital social de BNP Paribas en fait la demande en vertu des dispositions de l'article L. 236-11-1-1° du Code de commerce français. L'assemblée générale de la Société Absorbée sera appelée à se prononcer sur l'approbation de la Fusion.</p>
<p>El Consejo de administración de BNPP España, en su reunión de fecha 30 de enero de 2019, aprobó solicitar al Tribunal de Comercio de París el nombramiento de expertos independientes en el contexto de la Fusión.</p> <p>Por orden de fecha 7 de febrero de 2019, el Presidente del Tribunal de Comercio de París ha designado, a solicitud</p>	<p>Le Conseil d'administration de BNPP España en date du 30 janvier 2019 a approuvé la requête au Président du tribunal de commerce de Paris afin de désigner un ou plusieurs commissaires dans le cadre de la Fusion.</p> <p>Par ordonnance en date du 7 février 2019, le Président du</p>

U08120182



conjunta de las Sociedades de fecha 4 de febrero de 2019, a la señora Agnès Piniot del despacho Ledouble y al señor Olivier Péronnet del despacho Finexsi como expertos independientes de la Fusión (conjuntamente, los "Expertos Independientes"), estando encargados de preparar un informe sobre las modalidades de la Fusión y un informe sobre el valor de las aportaciones (incluyendo la ecuación de canje).	tribunal de commerce de Paris a désigné, sur requête conjointe des Sociétés en date du 4 février 2019, Madame Agnès Piniot du cabinet Ledouble et Monsieur Olivier Péronnet du cabinet Finexsi en qualité de commissaires à la Fusion (conjointement, les « Experts Indépendants »), chargés d'établir un rapport sur les modalités de la Fusion et un rapport sur la valeur des apports (y compris sur le rapport d'échange).
Por otra parte, los acreedores de cada una de las Sociedades podrán oponerse a la Fusión, de conformidad con el apartado 2 del artículo L. 236-14 y el apartado 1 del artículo R. 236-8 del Código de comercio francés y con los artículos 44 y 51.1 de la LME.	D'autre part, les créanciers de chacune des Sociétés auront le droit de former opposition à la Fusion, conformément à l'alinéa 2 de l'article L. 236-14 et à l'alinéa 1 de l'article R. 236-8 du Code de commerce français et aux articles 44 et 51.1 de la LMS.
<b>2. IDENTIFICACIÓN DE LAS SOCIEDADES QUE PARTICIPAN EN LA FUSIÓN (ARTÍCULO 31.1º DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b>	<b>2. IDENTIFICATION DES SOCIÉTÉS PARTICIPANT A LA FUSION (ARTICLE 31.1 DE LA LMS ET ARTICLE R. 236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANCAIS)</b>
<b>2.1. Sociedad Absorbente: BNP PARIBAS SA</b>	<b>2.1. Société Absorbante : BNP PARIBAS SA</b>
BNP Paribas es una sociedad anónima constituida de acuerdo con la legislación francesa, cuyo domicilio social está en París (Francia) 16 Boulevard des Italiens. Su objeto social es el de llevar a cabo todo tipo de operaciones bancarias y de seguros.	BNP Paribas est une société anonyme de droit français, dont le siège social est à Paris (France) 16 boulevard des Italiens. Son objet est de mener toutes opérations de banque et d'assurance.
BNP Paribas fue constituida por una duración de 99 años con vencimiento el 17 de septiembre de 2092, salvo en caso de disolución anticipada o prórroga.	BNP Paribas a été constituée pour une durée de 99 ans expirant le 17 septembre 2092, sauf en cas de dissolution anticipée ou de prorogation.
Está inscrita en el Registro de Comercio y Sociedades de París con el número de identificación 662 042 449 RCS Paris, tiene código LEI número R0MUWSFPU8MPRO8K5P83 y está provista de Número de Identificación Fiscal español N-0014881-G.	Elle est immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro d'identification 662 042 449 RCS Paris, son code LEI est R0MUWSFPU8MPRO8K5P83 et son numéro d'identification fiscale espagnol, N-0014881-G.
El capital social de la Sociedad Absorbente asciende a dos mil cuatrocientos noventa y nueve millones quinientos noventa y siete mil ciento veintidós euros (€2.499.597.122), representado por 1.249.798.561 acciones de 2 euros de valor nominal cada una de ellas. Las referidas acciones se encuentran íntegramente suscritas y desembolsadas.	Le capital social de BNP Paribas s'élève à deux milliards quatre cent quatre-vingt-dix-neuf millions cinq cent quatre-vingt-dix-sept mille cent vingt-deux euros (2.499.597.122 €), représenté par 1.249.798.561 actions d'une valeur nominale de 2 euros chacune. Ces actions ont été intégralement souscrites et libérées.
Las acciones de BNP Paribas están admitidas a negociación en el mercado regulado de Euronext en París. Son también objeto de negociación en Londres en el SEAQ International, en la Bolsa de Frankfurt así como en Milán en el MTA International.	Les actions de BNP Paribas sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris. Elles sont également négociées à Londres sur le SEAQ International, à la Bourse de Francfort-sur-le-Main, ainsi qu'à Milan sur le MTA International.
BNP Paribas es una entidad acreditada como establecimiento de crédito y está controlada por el Banco Central Europeo y por la Autoridad de control prudencial y de resolución francesa (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution).	BNP Paribas est agréée en qualité d'établissement de crédit et est contrôlée par la Banque centrale européenne et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.
El ejercicio social de BNP Paribas se corresponde con el año natural.	L'exercice social de BNP Paribas correspond à l'année civile.
BNP Paribas opera en España a través de la Sucursal y todos los activos y pasivos de la Sociedad Absorbida pasarán a formar parte del balance de la Sucursal después de la Fusión.	BNP Paribas opère en Espagne par l'intermédiaire de la Succursale et tous les actifs et passifs de la Société Absorbée seront inscrits au bilan de la Succursale après la Fusion.
<b>2.2. Sociedad Absorbida: BNP Paribas España, S.A.</b>	<b>2.2. Société Absorbée : BNP Paribas España, S.A.</b>
BNPP España es una sociedad anónima constituida de acuerdo con la legislación española, cuyo domicilio social está en Madrid (España), 28043, calle Emilio Vargas 4. Su objeto social es el de llevar a cabo toda clase de operaciones de bolsa, banca,	BNPP España est une société anonyme de droit espagnol, dont le siège social est à Madrid (Espagne), 28043, calle Emilio Vargas 4. Son objet est de mener toute sorte d'opérations de bourse, banque, crédit, acquisition, vente, dépôt, prêt, change,





crédito, compra, venta, depósito, préstamo, giro, descuento, cambio, comisión y emisión.	virement, remise, commission et émission.
La Sociedad Absorbida fue constituida por tiempo indefinido en escritura autorizada por el Notario de Madrid, Don Dimas Adámez y Horcajuelo, el día 30 de agosto de 1918, con el número 1.346 de orden de su protocolo.	La Société Absorbée a été constituée pour une durée indéterminée par acte authentique dressé par-devant M <sup>e</sup> Dimas Adámez y Horcajuelo, notaire à Madrid, le 30 août 1918 et inscrit sous le numéro 1.346 au rang de ses minutes.
La Sociedad Absorbida consta inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al Tomo 620, Folio 1, Sección 8ª, Hoja M-13109, tiene código LEI número 95980020140005022740 y está provista de Número de Identificación Fiscal A-28000370.	La Société Absorbée est immatriculée au Registre du commerce de Madrid, tome 620, feuillet 1, section 8 <sup>e</sup> , page M-13109, son code LEI est 95980020140005022740 et son numéro d'identification fiscale, A-28000370.
El capital social de la Sociedad Absorbida asciende a cincuenta y dos millones cuatrocientos cuatro mil ochocientos treinta y cinco euros con setenta y un céntimos (€52.404.835,71), representado por 380.741.626 acciones, de 0,13763884 euros de valor nominal cada una de ellas, con numeración correlativa del uno (1) al trescientos ochenta millones setecientos cuarenta y un mil seiscientos veintiséis (380.741.626), ambos inclusive, todas ellas íntegramente suscritas y desembolsadas.	Le capital social de la Société Absorbée s'élève à cinquante-deux millions quatre cent quatre mille huit cent trente-cinq euros et soixante et onze centimes (52.404.835,71 €), représenté par 380.741.626 actions d'une valeur nominale de 0,13763884 euro chacune, numérotées corrélativement de un (1) à trois cent quatre-vingt millions sept cent quarante et un mille six cent vingt-six (380.741.626), toutes intégralement souscrites et libérées.
Las acciones de BNPP España no están admitidas a negociación en ningún mercado regulado.	Les actions de BNPP España ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé.
BNPP España está inscrita en el Registro oficial de entidades del Banco de España en calidad de banco, con el código B.E. 58.	BNPP España est enregistrée dans le Registre officiel d'entités (Registro oficial de entidades) de la Banque d'Espagne en tant que banque, sous le code B.E. 58.
El ejercicio social de BNPP España se corresponde con el año natural.	L'exercice social de BNPP España correspond à l'année civile.
BNPP España es titular del 100 % del capital social de BNP Paribas Gestión de Inversiones S.G.I.I.C., S.A.U. ("BNP Paribas Gestión de Inversiones"). En el contexto de la Fusión, las acciones de BNP Paribas Gestión de Inversiones serán transmitidas a BNP Paribas y automática e inmediatamente afectadas a la Sucursal, y BNP Paribas Gestión de Inversiones se convertirá en una filial directa de BNP Paribas (a través de la Sucursal).	BNPP España détient 100 % du capital social de BNP Paribas Gestión de Inversiones S.G.I.I.C., S.A.U. (« BNP Paribas Gestión de Inversiones »). Dans le cadre de la Fusion, les titres de BNP Paribas Gestión de Inversiones seront transférés à BNP Paribas et automatiquement et immédiatement rattachés à la Succursale, et BNP Paribas Gestión de Inversiones deviendra une filiale directe de BNP Paribas (à travers la Succursale).
<b>2.3. Vínculos entre las Sociedades. Directivos comunes</b>	<b>2.3. Liens existant entre les Sociétés. Dirigeants communs</b>
BNP Paribas es titular a fecha de hoy de acciones representativas del 99,7% del capital social de BNPP España.	BNP Paribas détient à ce jour 99,7% du capital de BNPP España.
BNP Paribas y BNPP España no tienen ningún consejero o directivo común.	BNP Paribas et BNPP España n'ont aucun administrateur ou dirigeant commun.
<b>3. DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CANJE (ARTÍCULO 31.2º DE LA LME Y ARTÍCULO L.236-3N DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b>	<b>3. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE (ARTICLE 31.2 DE LA LMS ET ARTICLE L.236-3 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</b>
<b>3.1. Tipo de canje</b>	<b>3.1. Rapport d'échange</b>
Dado que BNP Paribas es titular de 379.554.087 acciones de BNPP España representativas del 99,7% de su capital social, no procederá el canje de dichas acciones por acciones de BNP Paribas. De conformidad con lo dispuesto en el artículo L.236-3 II del Código de comercio francés, BNP Paribas renuncia por tanto a la parte alícuota de las acciones que deberían atribuírsele. Las acciones de BNPP España titularidad de BNP Paribas se amortizarán por ministerio de la ley en virtud del artículo 26 de la LME y del artículo 745-1 del Plan General Contable francés.	Dès lors que BNP Paribas est titulaire de 379.554.087 actions de BNPP España représentant 99,7 % de son capital social, il n'y aura pas lieu de procéder à l'échange de ces actions par des actions de BNP Paribas. Conformément à l'article L. 236-3 II du Code de commerce français, BNP Paribas renonce à la quote-part des actions qui devrait lui revenir. Les actions de BNPP España détenues par BNP Paribas seront annulées conformément aux dispositions légales de l'article 26 de la LMS et de l'article 745-1 du Plan Comptable Général français.

Respecto de los Accionistas Minoritarios, el tipo de canje de las acciones de BNP Paribas, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios de las sociedades participantes en la Fusión, será de 1 acción ordinaria de BNP Paribas con un valor nominal de 2 euros cada una por cada 245 acciones de BNPP España (con un valor nominal de 0,13763884 euros cada una). El <u>Anexo I</u> detalla las metodologías utilizadas para el cálculo de la ecuación de canje.	En ce qui concerne les Actionnaires Minoritaires, la parité d'échange des actions de BNP Paribas, qui a été déterminée sur la base de la valeur réelle des patrimoines des Sociétés, sera de 1 action ordinaire de BNP Paribas (d'une valeur nominale de 2 euros chacune) pour 245 actions de BNPP España (d'une valeur nominale de 0,13763884 euros chacune). L' <u>Annexe I</u> détaille les méthodologies retenues pour le calcul de la parité d'échange.
En contraprestación por la absorción de la totalidad del patrimonio de la Sociedad Absorbida, la Sociedad Absorbente entregará a los Accionistas Minoritarios, ya sea en forma de acciones enteras o en forma de efectivo para la parte correspondiente a los derechos relativos a las fracciones de acciones de conformidad con lo dispuesto en el apartado 4 siguiente, 4.848 acciones que BNP Paribas tiene en autocartera en el marco de su programa de recompra de acciones. Por tanto, no procederá la realización de un aumento de capital en BNP Paribas para atender el canje y remunerar a los Accionistas Minoritarios. El número de acciones mencionado anteriormente ha sido calculado sobre la base del número de acciones de BNPP España titularidad de los Accionistas Minoritarios en la presente fecha.	En contrepartie de l'absorption de la totalité du patrimoine de la Société Absorbée, la Société Absorbante remettra aux Actionnaires Minoritaires, soit sous forme d'actions entières soit en numéraire pour la partie correspondant aux droits formant rompus conformément aux dispositions de la section 4 ci-dessous, 4 848 actions auto-détenues par BNP Paribas dans le cadre de son programme de rachat d'actions. Il n'y aura donc pas lieu de procéder à une augmentation de capital de BNP Paribas en application de la parité d'échange afin de rémunérer les Actionnaires Minoritaires. Le nombre d'actions mentionné ci-dessus a été calculé sur la base du nombre d'actions BNPP España détenu par les Actionnaires Minoritaires à la date des présentes.
Estas 4.848 acciones entregadas a los Accionistas Minoritarios atribuirán a sus titulares plenos derechos de uso y disfrute desde la Fecha de Realización de la Fusión y serán a partir de esa fecha íntegramente asimiladas a las acciones existentes que componen el capital social de BNP Paribas.	Ces 4 848 actions attribuées aux Actionnaires Minoritaires porteront jouissance à compter de la Date de Réalisation de la Fusion et seront à compter de cette date entièrement assimilées aux actions existantes composant le capital social de BNP Paribas.
A solicitud conjunta de BNP Paribas y BNPP España, los Expertos Independientes comunes para ambas sociedades elaborarán un informe sobre el presente Proyecto Común de Fusión (incluida la razonabilidad de la referida ecuación de canje). Este informe se pondrá a disposición de los accionistas, obligacionistas, titulares de derechos especiales y representantes de los trabajadores (en su caso) de las Sociedades de conformidad con la normativa aplicable.	À la demande conjointe de BNP Paribas et de BNPP España, les Experts Indépendants communs aux Sociétés élaboreront un rapport relatif au présent Projet Commun de Fusion (y compris concernant le caractère raisonnable du rapport d'échange précité). Ce rapport sera mis à la disposition des actionnaires, des obligataires, des titulaires de droits spéciaux, ainsi que des représentants du personnel (le cas échéant) des Sociétés conformément à la réglementation applicable.
<b>3.2. Diferencia de Fusión</b>	<b>3.2. Écart de Fusion</b>
<u>Diferencia de fusión ligada a las acciones de BNPP España titularidad de BNP Paribas</u> La diferencia de fusión ligada a las acciones de BNPP España titularidad de BNP Paribas representa la diferencia entre la proporción del activo neto aportado correspondiente a las acciones titularidad de BNP Paribas a la Fecha de Efectos Contables, es decir 66.983.298 euros, y el valor neto contable de la participación de BNP Paribas en el capital social de BNPP España tal y como consta en la contabilidad de BNP Paribas en la Fecha de Efectos Contables, es decir 50.656.283 euros. Esta diferencia de fusión constituirá una bonificación de fusión ( <i>boni de fusion</i> ) por importe de 16. 327.015 euros, y será contabilizado de conformidad con las leyes y reglamentos aplicables (14.788.038 euros serán contabilizados en el resultado y 1.538.977 euros serán contabilizados en fondos propios en la cuenta de prima de fusión).	<u>Écart de fusion lié aux actions de BNPP España détenues par BNP Paribas</u> L'écart de fusion lié aux actions de BNPP España détenues par BNP Paribas représente la différence entre la quote-part de l'actif net apporté correspondant aux actions détenues par BNP Paribas à la Date d'Effet Comptable, soit 66 983 298 euros, et la valeur nette comptable de la participation détenue par BNP Paribas dans le capital de BNPP España telle qu'elle figure dans les comptes de BNP Paribas à la Date d'Effet Comptable, soit 50 656 283 euros. Cet écart de fusion constituera un boni de fusion d'un montant de 16 327 015 euros, et sera comptabilisé conformément aux lois et règlements (14 788 038 euros seront comptabilisés en résultat et 1 538 977 euros seront comptabilisés en fonds propres dans le sous compte du compte prime de fusion).
<u>Diferencia de fusión ligada a la remuneración de los Accionistas Minoritarios en acciones de BNP Paribas en autocartera</u> La diferencia de fusión ligada a la remuneración de los	<u>Écart de fusion lié à la rémunération des Actionnaires Minoritaires en actions BNP Paribas auto détenues</u> L'écart de fusion lié à la rémunération des Actionnaires Minoritaires en actions BNP Paribas auto-détenues représente





<p>Accionistas Minoritarios en acciones de BNP Paribas en autocartera representa la diferencia entre (i) la proporción de activo neto aportada por la Sociedad Absorbida correspondiente a las acciones titularidad de los Accionistas Minoritarios en la Fecha de Efectos Contables para la parte que otorga derecho a recibir acciones enteras, a la cual se añade el valor de mercado de las acciones correspondientes a los picos a la Fecha de Realización de la Fusión, y (ii) el valor neto contable de las acciones de BNP Paribas en autocartera entregadas como remuneración (incluyendo las que formen picos)<sup>1</sup>. Esta diferencia de fusión será contabilizada de conformidad con las leyes y reglamentos aplicables.</p>	<p>la différence entre (i) la quote-part d'actif net apporté par la Société Absorbée correspondant aux actions détenues par les Actionnaires Minoritaires à la Date d'Effet Comptable pour la part donnant droit à des actions entières, à laquelle s'ajoute la valeur de marché des actions formant rompus à la Date de Réalisation de la Fusion et (ii) la valeur nette comptable des actions BNP Paribas auto-détenues remises en rémunération (actions formant rompus incluses)<sup>2</sup>. Cet écart de fusion sera comptabilisé conformément aux lois et règlements.</p>
<p>4. PROCEDIMIENTO DE CANJE DE LAS ACCIONES (ARTÍCULO 31.2º DE LA LME Y ARTÍCULO L. 236-3 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</p>	<p>4. PROCÉDURE D'ÉCHANGE DES ACTIONS (ARTICLE 31.2 DE LA LMS ET ARTICLE L.236-3 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</p>
<p>La Sociedad Absorbida y la Sociedad Absorbente designarán a BNP Paribas Securities Services (en adelante, el "Agente") como agente de la Fusión y agente de picos, lo cual se hará constar en los oportunos anuncios de la operación.</p>	<p>La Société Absorbée et la Société Absorbante désigneront BNP Paribas Securities Services (ci-après, l'« Agent ») en qualité d'agent de la Fusion et d'agent de rompus, ce dont il sera fait mention dans les annonces requises par l'opération.</p>
<p>En la Fecha de Realización de la Fusión, sujeto a los requisitos legales aplicables, se procederá al canje de acciones de BNPP España por acciones de BNP Paribas, de acuerdo con las siguientes reglas :</p>	<p>A la Date de Réalisation de la Fusion, sous réserve du respect des conditions légales applicables, il sera procédé à l'échange des actions de BNPP España par des actions de BNP Paribas, conformément aux règles suivantes :</p>
<p>(A) Como consecuencia de la consumación de la Fusión, la totalidad de las acciones de la Sociedad Absorbida quedarán automáticamente amortizadas y únicamente representarán el derecho a recibir el número de acciones de BNP Paribas que resulte de la ecuación de canje aplicable, en su caso.</p>	<p>A) Suite à la réalisation de la Fusion, toutes les actions de la Société Absorbée seront automatiquement annulées et elles ne représenteront que le droit de recevoir le nombre d'actions de BNP Paribas résultant du rapport d'échange applicable, le cas échéant.</p>
<p>(B) El canje se efectuará por el Agente y las acciones de BNP Paribas en autocartera se entregarán a los Accionistas Minoritarios a través del sistema de compensación centralizado organizado por el centralizador BP2S según las reglas del depositario central de valores francés y a través de los depositarios pertinentes en que se encuentren depositadas las acciones de BNP Paribas y BNPP España. La entrega de las acciones de BNP Paribas será libre de gastos y comisiones para los Accionistas Minoritarios, sin perjuicio de las comisiones y gastos que por el mantenimiento y operativa de las cuentas de valores que se puedan cargar de acuerdo con la normativa vigente.</p>	<p>B) L'échange sera effectué par l'Agent et les actions auto-détenues de BNP Paribas seront remises aux Actionnaires Minoritaires au moyen du système de compensation centralisé organisé par le centralisateur BP2S selon les règles du CSD Français ainsi que par le biais des dépositaires pertinents auprès desquels seront déposés les titres de BNP Paribas et de BNPP España. La remise des actions de BNP Paribas sera faite sans frais pour les Actionnaires Minoritaires, sans préjudice des commissions et des frais susceptibles d'être appliqués au titre de la tenue et de la gestion des comptes de valeurs en vertu de la réglementation en vigueur.</p>
<p>(C) Los Accionistas Minoritarios que sean titulares de un número de acciones consideradas "picos", esto es, que conforme al tipo de canje acordado, (i) no tuvieran derecho a recibir al menos una acción de BNP Paribas, o (ii) tuvieran derecho a recibir un número entero de acciones de BNP Paribas y, además, les</p>	<p>C) Les Actionnaires Minoritaires qui seraient titulaires d'un nombre d'actions formant rompus, c'est-à-dire, qui conformément à la parité d'échange décidée : (i) ne seraient pas en droit de recevoir au moins une action de BNP Paribas ; ou, (ii) seraient en droit de recevoir un nombre entier d'actions de BNP Paribas et qui</p>

<sup>1</sup> A título indicativo, suponiendo que no hay acciones que formen picos, la proporción de activo neto aportado sería de 209.576 euros. Sobre la base del valor neto contable de las acciones que BNP Paribas tiene en autocartera a esta fecha que asciende a 236.364 euros, la diferencia sería de -26.789 euros.

<sup>2</sup> A titre indicatif, en supposant qu'il n'y ait pas d'actions formant rompus, la quote-part d'actif net apporté serait de 209 576 euros. Sur la base de la valeur nette comptable des actions BNP Paribas auto-détenues à ce jour de 236 364 euros, l'écart serait de -26 789 euros.



<p>sobre un número de acciones de BNPP España no canjeadas que no sea suficiente para dar derecho a recibir una acción adicional entera de BNP Paribas, tendrán derecho a recibir un pago en efectivo por las fracciones que formen "picos" (en el primer supuesto, los Accionistas Minoritarios recibirán únicamente el pago en efectivo y, en el segundo supuesto, recibirán el número de acciones enteras de BNP Paribas que les corresponde de conformidad con el tipo de canje más el pago en efectivo correspondiente a las acciones de BNPP España que no hubieran sido suficientes para ser canjeadas por, al menos, una acción adicional entera de BNP Paribas conforme a lo antedicho).</p> <p>El importe de este pago en efectivo se determinará de la siguiente forma :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- De conformidad con las disposiciones de los artículos L. 228-6-1 y R. 228-12 del Código de comercio francés, se realizará una venta global de las acciones ordinarias nuevas de BNP Paribas no atribuidas correspondientes a los derechos de las fracciones que formen "picos" en un plazo de treinta (30) días desde la última de las fechas de inscripción, en la cuenta de los titulares de dichos derechos, del número entero de acciones de BNP Paribas atribuidas en el marco de la Fusión.</li> <li>- La venta de las acciones de BNP Paribas correspondientes a los derechos de las fracciones que formen "picos" tendrá lugar en el mercado Euronext Paris a través de los bancos depositarios.</li> <li>- El producto neto de la venta obtenido de la forma mencionada será repartido entre los titulares de los derechos de las fracciones que formen "picos" en proporción a sus derechos.</li> </ul>	<p>détiendraient, en sus, un nombre d'actions de BNPP España non échangées s'avérant insuffisant afin de recevoir une action additionnelle entière de BNP Paribas, recevront un versement en espèces pour la fraction formant rompu (dans la première hypothèse, les Actionnaires Minoritaires recevront uniquement le versement en espèce et, dans la seconde hypothèse, ils recevront le nombre d'actions entières de BNP Paribas leur correspondant en application du rapport d'échange, outre le versement en espèce correspondant aux actions BNPP España s'avérant insuffisantes pour être échangées par, au moins, une action additionnelle entière de BNP Paribas conformément à ce qui a été précédemment indiqué).</p> <p>Le montant de ce versement en espèces sera déterminé comme suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Conformément aux dispositions des articles L. 228-6-1 et R. 228-12 du Code de commerce, une vente globale des actions ordinaires nouvelles de BNP Paribas non attribuées correspondant aux droits formant rompus aura lieu dans un délai de trente (30) jours à compter de la plus tardive des dates d'inscription, au compte des titulaires des droits, du nombre entier d'actions BNP Paribas attribuées dans le cadre de la Fusion.</li> <li>- La vente des actions de BNP Paribas correspondant aux droits formant rompus aura lieu sur le marché Euronext Paris via les teneurs de comptes-conservateurs.</li> <li>- Le produit net de la vente ainsi obtenu sera réparti entre les titulaires de droits formant rompus en proportion de leurs droits.</li> </ul>
(D) Los importes serán abonados por el Agente en las cuentas de efectivo asociadas a las cuentas de valores en las que están depositadas las acciones de los Accionistas Minoritarios en el plazo de 15 días hábiles desde la fecha en la que se haya materializado la venta antes mencionada.	D) Les montants seront versés par l'Agent sur les comptes en numéraire associés aux comptes de valeurs sur lesquels sont déposées les actions des Actionnaires Minoritaires dans un délai de 15 jours ouvrable à compter de la date à laquelle la vente mentionnée ci-dessus se sera matérialisée.
(E) El sistema de canje de acciones y de venta de picos por el Agente aquí previsto tendrá lugar de forma automática, sin necesidad de que los Accionistas Minoritarios la ordenen expresamente.	E) Le système d'échange d'actions et de cession de rompus par l'Agent prévu aux présentes aura lieu de manière automatique, sans que les Actionnaires Minoritaires soient tenus d'en demander expressément la réalisation.
5. INCIDENCIA DE LA FUSIÓN SOBRE LAS APORTACIONES EN INDUSTRIA O LAS PRESTACIONES ACCESORIAS, Y COMPENSACIONES QUE, EN SU CASO, VAYAN A DARSE A LOS ACCIONISTAS AFECTADOS EN LA SOCIEDAD ABSORBENTE (ARTÍCULO 31.3ª DE LA LME)	5. INCIDENCE DE LA FUSION SUR LES APPORTS EN INDUSTRIE OU LES PRESTATIONS ACCESSOIRES ET COMPENSATIONS SUSCEPTIBLES, LE CAS ÉCHÉANT, D'ÊTRE OCTROYÉES AUX ACTIONNAIRES CONCERNÉS AU SEIN DE LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE (ARTICLE 31.3 DE LA LMS)
A los efectos de lo previsto en el artículo 31.3ª de la LME, se hace constar que ni los accionistas de la Sociedad Absorbente ni los accionistas de la Sociedad Absorbida tienen el carácter de	Aux fins des dispositions de l'article 31.3 de la LMS, il est stipulé que ni les actionnaires de la Société Absorbante ni les actionnaires de la Société Absorbée ne revêtent la qualité





<p>socios de industria, ni las acciones de las Sociedades participantes llevan aparejadas prestaciones accesorias, por lo que la Fusión objeto del presente Proyecto Común de Fusión no tendrá incidencia alguna sobre aportaciones de industria o sobre prestaciones accesorias, ni procede el otorgamiento de compensaciones en la Sociedad Absorbente.</p>	<p>d'actionnaires au titre d'apports en industrie, pas plus que les actions des Sociétés ne sont assorties de prestations accessoires. Par conséquent, la Fusion objet du présent Projet Commun de Fusion n'aura aucune conséquence sur les apports en industrie ou les prestations accessoires et il n'y aura pas lieu d'octroyer des compensations au sein de la Société Absorbante.</p>
<p>6. DERECHOS QUE VAYAN A OTORGARSE EN LA SOCIEDAD ABSORBENTE A LOS TITULARES DE ACCIONES DE CLASES ESPECIALES Y A QUIENES TENGAN DERECHOS ESPECIALES DISTINTOS DE LAS ACCIONES EN LA SOCIEDAD ABSORBIDA, O EN SU CASO, LAS OPCIONES QUE SE LES OFREZCAN (ARTÍCULO 31.4º DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</p>	<p>6. DROITS QUI SERONT CONFÉRÉS DANS LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE AUX TITULAIRES D' ACTIONS DE CLASSES SPÉCIALES ET À CEUX JOUISSANT DE DROITS SPÉCIAUX DISTINCTS D' ACTIONS DANS LA SOCIÉTÉ ABSORBÉE OU, LE CAS ÉCHÉANT, LES OPTIONS QUI LEURS SERONT OFFERTES (ARTICLE 31.4 DE LA LMS ET ARTICLE R. 236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</p>
<p>A los efectos de lo previsto en el artículo 31.4º de la LME y del artículo R. 236-14 del Código de comercio francés, se hace constar que no existen en ninguna de las dos Sociedades titulares de acciones de clases especiales, ni tenedores de títulos distintos de los representativos del capital social de las sociedades participantes en la Fusión. En consecuencia, no procede el otorgamiento de ningún derecho especial ni el ofrecimiento de ningún tipo de opciones en la Sociedad Absorbente.</p>	<p>Aux fins des dispositions de l'article 31.4 de la LMS et de l'article R. 236-14 du Code de commerce français, il est indiqué qu'il n'existe pas, au sein de l'une quelconque des Sociétés, d'actionnaires ayant des droits spéciaux ou de porteurs de titres autres que des actions ou des parts représentatifs du capital social. En conséquence, il n'y a pas lieu de conférer de droits spéciaux ou de mesures à leur égard dans la Société Absorbante.</p>
<p>7. VENTAJAS QUE VAYAN A ATRIBUIRSE EN LA SOCIEDAD ABSORBENTE AL EXPERTO INDEPENDIENTE QUE INTERVENGA EN EL PROYECTO DE FUSIÓN O A LOS MIEMBROS DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN, DIRECCIÓN, VIGILANCIA O CONTROL DE LAS SOCIEDADES QUE SE FUSIONAN (ARTÍCULO 31.5º Y 59.2.1º DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</p>	<p>7. AVANTAGES QUI SERONT ATTRIBUES DANS LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE À L'EXPERT INDEPENDANT INTERVENANT DANS LE PROJET DE FUSION OU AUX MEMBRES DE L'ORGANE D'ADMINISTRATION, DE DIRECTION, DE SURVEILLANCE OU DE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS FUSIONNÉES (ARTICLE 31.5 ET 59.2.1 DE LA LMS AINSI QUE L'ARTICLE R. 236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</p>
<p>A los efectos de lo dispuesto en los artículos 31.5º y 59.2.1º de la LME y en el artículo R. 236-14 del Código de comercio francés, se hace constar que no se atribuirán en la Sociedad Absorbente ventajas, más allá de su retribución ligada a la Fusión, a los Expertos Independientes designados para elaborar el informe de experto ni tampoco a los miembros del órgano de administración, dirección, vigilancia o control de las Sociedades.</p>	<p>Aux fins des dispositions des articles 31.5 et 59.2.1 de la LMS, ainsi que de l'article R. 236-14 du Code de commerce français, il est stipulé qu'aucun avantage, en dehors de leur rémunération liée à la Fusion, ne sera accordé dans la Société Absorbante aux Experts Indépendants désignés afin d'élaborer le rapport d'expert ou aux membres de l'organe d'administration, de direction, de surveillance ou de contrôle des Sociétés.</p>
<p>8. FECHA A PARTIR DE LA CUAL LAS ACCIONES DE LA SOCIEDAD ABSORBENTE DARÁN DERECHO A PARTICIPAR EN SUS GANANCIAS SOCIALES (ARTÍCULO 31.6º DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</p>	<p>8. DATE À COMPTER DE LAQUELLE LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE CONFÉRERONT UN DROIT DE PARTICIPATION À SES BÉNÉFICES (ARTICLE 31.6 DE LA LMS ET ARTICLE R. 236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</p>
<p>A los efectos de lo dispuesto en el artículo 31.6º de la LME y en el artículo R. 236-14 del Código de comercio francés, se hace constar que, en tanto no se va a proceder a la emisión de nuevas acciones de BNP Paribas como consecuencia de la Fusión, pues la entrega de acciones de BNP Paribas a los Accionistas Minoritarios se atenderá con acciones en autocartera, no procede mención alguna sobre este particular. No obstante, se hace constar que las acciones de BNP Paribas entregadas a los Accionistas Minoritarios para atender el canje, todo ello en los términos previstos en el apartado 4 anterior, darán derecho a sus titulares, desde la Fecha de Realización de la Fusión, a participar en las ganancias sociales de BNP Paribas</p>	<p>Aux fins des dispositions de l'article 31.6 de la LMS et de l'article R. 236-14 du Code de commerce français, il est indiqué que, dès lors que la Fusion n'emportera pas l'émission de nouvelles actions de BNP Paribas puisque la remise des actions de BNP Paribas aux Actionnaires Minoritaires sera effectuée au moyen d'actions propres, aucune mention n'est requise à cet égard. Toutefois, il y a lieu de relever que les actions de BNP Paribas remises aux Actionnaires Minoritaires aux fins de l'échange, conformément aux stipulations de la section 4 ci-dessus, donneront droit à leurs titulaires, à compter de la Date de Réalisation de la Fusion telle que définie ci-dessous, de participer aux bénéfices de BNP Paribas dans les mêmes</p>

en los mismos términos que el resto de acciones de BNP Paribas en circulación a dicha fecha.	conditions que celles applicables aux autres actions de BNP Paribas en circulation à cette date.
<b>9. FECHA A PARTIR DE LA CUAL LAS OPERACIONES DE LA SOCIEDAD ABSORBIDA HABRÁN DE CONSIDERARSE REALIZADAS, A EFECTOS CONTABLES, POR CUENTA DE LA SOCIEDAD ABSORBENTE (ARTÍCULO 31.7ª DE LA LME Y ARTÍCULO L.236-3 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b>	<b>9. DATE À COMPTER DE LAQUELLE LES OPÉRATIONS DE LA SOCIÉTÉ ABSORBÉE DEVRONT ÊTRE RÉPUTÉES RÉALISÉES, À DES FINS COMPTABLES, POUR LE COMPTE DE LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE (ARTICLE 31.7 DE LA LMS ET ARTICLE L.236-3 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</b>
Las operaciones realizadas por la Sociedad Absorbida se entenderán realizadas, a efectos contables y fiscales, por cuenta de la Sociedad Absorbente a partir del 1 de enero de 2019.	Les opérations réalisées par la Société Absorbée seront réputées réalisées, à des fins comptables et fiscales, pour le compte de la Société Absorbante à compter du 1 <sup>er</sup> janvier 2019.
La retroacción contable y fiscal así determinada es conforme con la normativa contable española y francesa.	Ce caractère rétroactif, à des fins comptables et fiscales, est conforme aux règles comptables espagnoles et françaises.
<b>10. ESTATUTOS DE LA SOCIEDAD ABSORBENTE (ARTÍCULO 31.8ª DE LA LME Y ARTÍCULO R.236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b>	<b>10. STATUTS DE LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE (ARTICLE 31.8 DE LA LMS ET ARTICLE R.236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</b>
Se hace constar que, como consecuencia de la Fusión, no se practicarán modificaciones a los estatutos sociales de BNP Paribas. Por lo tanto, una vez se complete la Fusión, BNP Paribas, en su condición de sociedad absorbente, continuará regida por sus vigentes estatutos sociales, cuyo texto figura en la página web corporativa de BNP Paribas, ( <a href="https://group.bnpparibas/publications">https://group.bnpparibas/publications</a> ). Se adjunta como <b>Anexo II</b> la versión española de dichos estatutos.	Il est stipulé que suite à la Fusion, les statuts de BNP Paribas ne seront pas modifiés. En conséquence, à l'issue de la Fusion, BNP Paribas, en sa qualité de Société Absorbante, demeurera régie par ses statuts actuellement en vigueur, dont la teneur figure sur le site Internet de BNP Paribas ( <a href="https://group.bnpparibas/publications">https://group.bnpparibas/publications</a> ), et dont une version espagnole est jointe aux présentes en <b>Annexe II</b> .
<b>11. INFORMACIÓN SOBRE LA VALORACIÓN DEL ACTIVO Y PASIVO DEL PATRIMONIO DE LA SOCIEDAD ABSORBIDA QUE SE TRANSMITIRÁ A LA SOCIEDAD ABSORBENTE (ARTÍCULO 31.9ª DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b>	<b>11. INFORMATIONS RELATIVES À L'ÉVALUATION DE L'ACTIF ET DU PASSIF DU PATRIMOINE DE LA SOCIÉTÉ ABSORBÉE QUI SERA TRANSMIS À LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE (ARTICLE 31.9 DE LA LMS ET ARTICLE R. 236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</b>
<b>11.1. Método de valoración</b>	<b>11.1. Méthode d'évaluation</b>
Como consecuencia de la Fusión, todos los activos y pasivos que integran el patrimonio de BNPP España serán transmitidos en bloque y por sucesión universal al patrimonio de BNP Paribas y simultáneamente afectados al balance de la Sucursal.	Suite à la Fusion, tous les actifs et passifs qui composent le patrimoine de BNPP España seront transmis en bloc via la transmission universelle du patrimoine à BNP Paribas et simultanément inscrits au bilan de la Succursale.
Al estar BNPP España controlada por BNP Paribas, la Fusión se realizará tomando como base los valores netos contables, de acuerdo con el Reglamento nº 2017-01 de la Autoridad de Normas Contables francesa ( <i>Autorité des Normes Comptables - ANC</i> ) que modifica el reglamento ANC nº 2014-03 en lo relativo al tratamiento contable de operación de fusión y similares. De esta manera, los elementos del activo aportado y del pasivo asumido por BNP Paribas que serán atribuidos a la Sucursal serán valorados al valor neto contable que figure en la contabilidad de BNPP España en la Fecha de Efectos Contables.	BNPP España se trouvant sous le contrôle de BNP Paribas, la Fusion sera réalisée sur la base des valeurs nettes comptables conformément au règlement n°2017-01 du de l'Autorité des Normes Comptables (ANC) modifiant le règlement ANC n°2014-03 en ce qui concerne le traitement comptable des opérations de fusion et assimilées. Ainsi, les éléments de l'actif apporté et de passif pris en charge par BNP Paribas qui seront attribués à la Succursale, seront évalués à leur valeur nette comptable figurant dans la comptabilité de BNPP España à la Date d'Effet Comptable.
En consecuencia, los activos y pasivos de BNPP España transmitidos a BNP Paribas y afectos a la Sucursal se registrarán en la contabilidad de ésta por el valor contable en libros de BNPP España, determinado conforme a la normativa contable vigente en España y Francia.	En conséquence, les actifs et passifs de BNPP España transmis à BNP Paribas et alloués à la Succursale seront enregistrés dans sa comptabilité à la valeur comptable figurant dans les livres de BNPP España, tels que déterminés conformément à la réglementation comptable en vigueur en Espagne et en France.
Se estima que el valor en libros de los activos y pasivos de	La valeur des actifs et passifs de BNPP España figurant dans





BNPP España asciende, en total, a 67.192.873,56 euros.				les livres s'élève à un montant total de 67.192.873,56 euros.			
<b>11.2. Detalle del patrimonio aportado a la Sociedad Absorbente</b>				<b>11.2. Détail du patrimoine apporté à la Société Absorbante</b>			
<b>(A) Disposiciones previas</b>				<b>(A) Dispositions préalables</b>			
<p>BNPP España aporta, por sucesión universal, a BNP Paribas la totalidad de los elementos de activo y de pasivo que componen su patrimonio en la Fecha de Realización de la Fusión, teniendo en cuenta que:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- la referencia a los elementos de activo y de pasivo del patrimonio de BNPP España comprende el conjunto de bienes y derechos de los que es titular o beneficiaria, incluyendo sus derechos fuera de balance, así como el conjunto de deudas y obligaciones de las que es deudora, de cualquier naturaleza, incluyendo sus compromisos fuera de balance;</li> <li>- BNP Paribas se subrogará, a partir de la Fecha de Realización de la Fusión, en los derechos y obligaciones de los contratos y compromisos de cualquier naturaleza que vinculen válidamente a BNPP España frente a terceros. Cuando fuera necesario conforme a la ley aplicable, en su caso, BNP Paribas se encargará de obtener la autorización de terceros, cualesquiera que sean, y BNPP España se compromete a llevar a cabo, cuando sea necesario, los trámites tendentes a la transmisión de dichos contratos y compromisos;</li> <li>- los activos aportados a BNP Paribas y los pasivos asumidos por esta última serán los que constituyan el patrimonio de BNPP España en la Fecha de Realización de la Fusión;</li> <li>- la enumeración de los elementos de activo y de pasivo indicada a continuación tiene un carácter estrictamente indicativo y no limitativo. La Fusión conlleva, en la Fecha de Realización de la Fusión, la transmisión a título universal de la totalidad del patrimonio de BNPP España, que será íntegramente atribuido a BNP Paribas, en el estado en el que se encuentre en dicha fecha; y</li> <li>- cualquier elemento de activo o de pasivo que no hubiera sido contabilizado en las cuentas de BNPP España en la Fecha de Realización de la Fusión, con independencia del motivo, será transmitido a BNP Paribas de pleno derecho.</li> </ul>				<p>BNPP España apporte à titre universel à BNP Paribas l'intégralité des éléments d'actif et de passif qui composent son patrimoine à la Date de Réalisation de la Fusion, étant précisé que :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- la référence aux éléments d'actif et de passif du patrimoine de BNPP España comprend l'ensemble des biens et droits dont elle est propriétaire ou bénéficiaire, y compris ses droits hors bilan, ainsi que l'ensemble des dettes et obligations dont elle est débitrice, quelle qu'en soit la nature, y compris ses engagements hors bilan ;</li> <li>- BNP Paribas sera subrogée, à partir de la Date de Réalisation de la Fusion, dans les bénéfices et charges des contrats et engagements de toutes natures, engageant valablement BNPP España envers des tiers. Le cas échéant conformément à la loi applicable, elle se chargera de l'obtention de l'autorisation des tiers, quels qu'ils soient, BNPP España s'engageant à entreprendre chaque fois que cela s'avérera nécessaire les démarches tendant à la transmission desdits contrats et engagements ;</li> <li>- les actifs apportés à BNP Paribas et les passifs pris en charge par cette dernière, seront ceux composant le patrimoine de BNPP España à la Date de Réalisation de la Fusion;</li> <li>- l'énumération des éléments d'actif et de passif indiquée ci-après revêt un caractère strictement indicatif et non limitatif. La Fusion emporte à la Date de Réalisation de la Fusion la transmission à titre universel de l'intégralité du patrimoine de BNPP España, qui sera entièrement dévolu à BNP Paribas, dans l'état dans lequel il se trouvera à cette date ; et</li> <li>- tout élément d'actif ou de passif qui n'aurait pas été comptabilisé dans les comptes de BNPP España à la Date de Réalisation de la Fusion, pour quelque raison que ce soit, sera transmis de plein droit à BNP Paribas.</li> </ul>			
<b>(B) Activo aportado</b>				<b>(B) Actif apporté</b>			
El activo aportado por BNPP España a BNP Paribas comprende, a 31 de diciembre de 2018, los siguientes elementos:				L'actif apporté par BNPP España à BNP Paribas comprend, au 31 décembre 2018, les éléments suivants :			
	Importes brutos	Amortizacion es y provisiones	Activo fijo		Montants bruts	Amortissemen ts et provisions	Montants nets
Activo fijo				Actif immobilisé			
▪ Inmoviliza do financiero	219.415,6 3	-	219.415,6 3	▪ Immobilisati ons financières	219.415,6 3	-	219.415,6 3
▪ Activo fijo tangibles	18.064.88	(16.876.2	1.188.618				

11/29

11/29 6121

U08120186

intangible	8,80	70,52)	,28	▪ Immobilisati on corporelles et incorporelle s	18.064.88 8,80	(16.876.270,5 2)	1.188.618 ,28
▪ Participaci ones	6.390.000 ,00	(4.575.60 0,00)	1.814.400 ,01	▪ Participatio ns	6.390.000, 00	(4.575.600,00)	1.814.400 ,01
Activo circulante	739.828.3 63,59	(2.445.64 7,76)	737.382.7 15,83	Actif circulant	739.828.3 63,59	(2.445.647,76)	737.382.7 15,83
<b>Total Activo</b>			<b>740.605.149, 75</b>	<b>Total Actif</b>			<b>740.605.1 49,75</b>
El activo aportado se valora en 740.605.149,75 euros a 31 de diciembre de 2018.				L'actif apporté est évalué à 740.605.149,75 euros au 31 décembre 2018.			
(C) Pasivo asumido				(C) Passif pris en charge			
El pasivo aportado por BNPP España y asumido por BNP Paribas, a 31 de diciembre de 2018, comprende los siguientes elementos:				Le passif apporté par BNPP España et pris en charge, au 31 décembre 2018, par BNP Paribas comprend les éléments suivants :			
▪ Provisiones para riesgos y gastos	13.247.283,16			▪ Provisions pour risques et charges	13.247.283,16		
▪ Deudas	623.003.097,03			▪ Dettes	623.003.097,03		
- Impuesto sobre sociedades	973.000,84			- Impôts sur les sociétés	973.000,84		
- Proveedores y otras deudas	16.538.169,81			- Fournisseurs et autres dettes	16.538.169,81		
- Préstamos	605.491.969,81			- Emprunts et dépôts	605.491.969,81		
▪ Derivados	37.161.896,00			▪ Dérivées	37.161.896,00		
<b>Total</b>	<b>673.412.276,19</b>			<b>Total</b>	<b>673.412.276,19</b>		
El pasivo asumido se valora en 673.412.276,19 euros a 31 de diciembre de 2018.				Le passif pris en charge est évalué à 673.412.276,19 euros au 31 décembre 2018.			
(D) Activo neto aportado				(D) Actif net apporté			
La diferencia entre el activo aportado y el pasivo asumido, es decir, el activo neto aportado por BNPP España a BNP Paribas se estima a 31 de diciembre de 2018 en:				La différence entre l'actif apporté et le passif pris en charge, c'est-à-dire, l'actif net apporté par BNPP España à BNP Paribas, est estimé au 31 décembre 2018 à :			
▪ Activo aportado	740.605.149,75			▪ Actif apporté	740.605.149,75		
▪ Pasivo asumido	673.412.276,19			▪ Passif pris en charge	673.412.276,19		
<b>Activo neto aportado:</b>	<b>67.192.873,56<sup>3</sup></b>			<b>Actif net apporté</b>	<b>67.192.873,56<sup>4</sup></b>		

<sup>3</sup> Es decir un activo neto aportado de 0,1765 euros por acción (209.576 euros aportados a los Accionistas Minoritarios y 66.983.298 euros aportados a BNP Paribas)





(E) Fuera de balance	(E) Hors bilan
Aparte de lo anterior, BNP Paribas asumirá todos los compromisos que hayan podido ser asumidos por BNPP España y que, debido a su naturaleza contingente, son recogidos "fuera de balance" (ver <u>Anexo III</u> ).	En dehors de ce qui précède, BNP Paribas prendra à sa charge tous les engagements qui ont pu être contractés par BNPP España et qui, en raison de leur caractère éventuel, sont repris « hors bilan » (cf. <u>Annexe III</u> ).
(F) Retratamiento de armonización	(F) Retraitements d'harmonisation
Los impactos han sido indicados en normas contables españolas. Consecuentemente, los retratamientos de armonización en normas contables francesas serán imputados a la bonificación ( <i>boni</i> ) de fusión.	Les impacts ayant été indiqués en normes comptables espagnoles. Par conséquent, les retraitements d'harmonisation a minima en normes comptables françaises seront imputés sur le boni de fusion.
12. FECHAS DE LAS CUENTAS UTILIZADAS PARA ESTABLECER LAS CONDICIONES EN QUE SE REALIZA LA FUSIÓN (ARTÍCULO 31.10º DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)	12. DATE DES COMPTES UTILISÉS AUX FINS DE DETERMINATION DES CONDITIONS DE RÉALISATION DE LA FUSION (ARTICLE 31.10 DE LA LMS ET ARTICLE R. 236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)
<p>Las cuentas utilizadas para establecer las condiciones de la Fusión, y, en concreto, los balances de Fusión utilizados a los efectos previstos en el artículo 36.1 de la LME, son los cerrados por BNPP España y BNP Paribas, ambos a 31 de diciembre de 2018 (fecha de cierre del último ejercicio social de cada una de las Sociedades).</p> <p>El balance de BNPP España ha sido formulado por su consejo de administración en fecha 28 de marzo de 2019 y está actualmente en proceso de verificación por sus auditores de cuentas (Mazars Auditores, S.L.P.). Dicho balance será sometido a la aprobación de la junta general de BNPP España con carácter previo a la adopción del propio acuerdo de Fusión de la Sociedad Absorbida.</p> <p>El balance de BNP Paribas ha sido formulado por su consejo de administración en fecha 5 de febrero de 2019 y ha sido verificado por sus auditores de cuentas (Deloitte &amp; Associés, PricewaterhouseCoopers Audit y Mazars). Dicho balance será sometido a la aprobación de la junta general anual de BNP Paribas convocada para el 23 de mayo de 2019.</p>	<p>Les comptes utilisés pour la détermination de la Fusion et, concrètement, les bilans de Fusion dont il a été fait usage aux fins prévues à l'article 36.1 de la LMS, sont ceux clos par BNPP España et BNP Paribas tous deux au 31 décembre 2018 (date de clôture du dernier exercice social de chacune des Sociétés).</p> <p>Les comptes de BNPP España ont été arrêtés par son Conseil d'administration en date du 28 mars 2019 et sont en cours d'audit par ses commissaires aux comptes (Mazars Auditores, S.L.P.). Ils seront soumis à l'approbation de son assemblée générale préalablement à l'adoption de la résolution de Fusion.</p> <p>Les comptes de BNP Paribas ont été arrêtés par son Conseil d'administration en date du 5 février 2019 et ont été audités par ses commissaires aux comptes (Deloitte &amp; Associés, PricewaterhouseCoopers Audit et Mazars). Ils seront soumis à l'approbation de son assemblée générale annuelle convoquée pour le 23 mai 2019.</p>
Las variaciones patrimoniales de las Sociedades posteriores a la fecha de los balances de Fusión serán debidamente comunicadas a los accionistas de la Sociedad Absorbida en la fecha de aprobación de la Fusión por la junta general de ésta, y registradas en los libros contables de las Sociedades, y los respectivos saldos serán reflejados en el balance patrimonial de la Sociedad Absorbente después de la aprobación de la Fusión por la junta general de la Sociedad Absorbida.	Les variations patrimoniales des Sociétés postérieures à la date des bilans de Fusion seront dûment communiquées aux actionnaires de la Société Absorbée à la date d'approbation de la Fusion par l'assemblée générale de celle-ci et enregistrées dans les livres comptables des Sociétés. Par ailleurs, il sera fait mention de leurs soldes respectifs dans le bilan patrimonial de la Société Absorbante suite à l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale de la Société Absorbée.
Se adjunta como <u>Anexo IV</u> el balance cerrado a 31 de diciembre de 2018 de BNPP España, formulado por su consejo de administración el 28 de marzo de 2019, como parte integrante de las cuentas anuales del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2018; y se adjunta como <u>Anexo V</u> el balance cerrado a 31 de diciembre de 2018 de BNP Paribas, formulado por su consejo de administración el 5 de febrero de 2019, como parte integrante de las cuentas anuales del ejercicio cerrado a	Le bilan clos au 31 décembre 2018 de BNPP España, élaboré par son Conseil d'administration le 28 mars 2019, en tant que partie intégrante des comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2018 est joint aux présentes en <u>Annexe IV</u> . De même, le bilan de BNP Paribas clos au 31 décembre 2018 et élaboré par son Conseil d'administration le 5 février 2019, en tant que partie intégrante des comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2018, est joint aux présentes en <u>Annexe</u>

<sup>4</sup> Soit un actif net apporté de 0,1765 euro par action (209 576 euros apportés aux Actionnaires Minoritaires et 66 983 298 euros apportés à BNP Paribas).



31 de diciembre de 2018.	V.
<b>13. CONSECUENCIAS DE LA FUSIÓN SOBRE EL EMPLEO, ASÍ COMO SU EVENTUAL IMPACTO DE GÉNERO EN LOS ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y LA INCIDENCIA, EN SU CASO, EN LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS SOCIEDADES (ARTÍCULO 31.11ª DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-14 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b>	<b>13. CONSÉQUENCES DE LA FUSION SUR L'EMPLOI, AINSI QUE SES ÉVENTUELLES RÉPERCUSSIONS EN MATIÈRE DE PARITÉ AU SEIN DES ORGANES D'ADMINISTRATION ET INCIDENCE, LE CAS ÉCHÉANT, SUR LA RESPONSABILITÉ SOCIALE DES SOCIÉTÉS (ARTICLE 31.11 DE LA LMS ET ARTICLE R. 236-14 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</b>
A los efectos de lo dispuesto en el artículo 31.11ª de la LME y en el artículo R. 236-14 del Código de comercio francés, se hace constar que no se prevé que la Fusión tenga impacto sobre el empleo o sobre las condiciones laborales de los empleados de la Sociedad Absorbida, que de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 44 del Texto Refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, regulador de la sucesión de empresa, pasarán a ser empleados de la Sucursal como consecuencia de la Fusión y de la simultánea afectación de los empleados a la Sucursal.	Aux fins des dispositions de l'article 31.11 de la LMS et de l'article R. 236-14 du Code de commerce français, il n'est pas prévu que la Fusion ait des conséquences sur l'emploi ou sur les conditions professionnelles des salariés de la Société Absorbée qui, conformément aux dispositions de l'article 44 du Texte Refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores (texte consolidé du Code du travail espagnol), approuvé par le Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, regulador de la sucesión de empresa (décret-loi royal n° 2/2015, du 23 octobre 2015, régissant le transfert d'entreprise), revêtiront la qualité de salariés de la Succursale en conséquence de la Fusion et du rattachement simultané des salariés à la Succursale.
En todo caso, la sucesión de empresa y la transmisión de los empleados de BNPP España a la Sucursal se llevará a cabo cumpliendo las obligaciones de información y consulta legalmente previstas y se notificará oportunamente a los organismos y autoridades competentes.	En tout état de cause, le transfert des salariés de BNPP España à la Succursale sera effectué dans le respect des obligations d'information et de consultation légalement prévues et sera opportunément notifié aux organismes et autorités compétentes.
La composición del órgano de administración de la Sociedad Absorbente permanecerá inalterada como consecuencia de la Fusión y, por lo tanto, seguirá siendo administrada por los actuales administradores, no existiendo en consecuencia ningún impacto de género.	La composition de l'organe d'administration de la Société Absorbante demeurera inchangée suite à la Fusion et, par conséquent, elle continuera à être administrée par les administrateurs actuels. En conséquence, il n'existera aucune incidence en matière de parité des genres.
Finalmente, la Fusión proyectada no tendrá impacto alguno sobre la responsabilidad social corporativa de las sociedades intervinientes en la misma.	Enfin, la Fusion projetée n'emportera aucune conséquence sur la responsabilité sociale des entreprises impliquées dans celle-ci.
A partir de la Fecha de Realización de la Fusión y la simultánea afectación de los empleados de BNPP España a la Sucursal, la Sucursal será la única responsable hacia los antiguos empleados de BNPP España del conjunto de obligaciones que resulten de sus contratos de trabajo con BNPP España.	A compter de la Date de Réalisation de la Fusion et du rattachement simultané des salariés de BNPP España à la Succursale, la Succursale sera seule responsable envers les anciens salariés de BNPP España de l'ensemble des obligations résultant de leur contrat de travail avec BNPP España.
La Fusión no tendrá ningún impacto sobre los contratos de trabajo de los empleados de la Sucursal ni sobre el empleo o condiciones de trabajo de los empleados de BNP Paribas en Francia.	La Fusion n'aura pas d'impact sur les contrats de travail des salariés de la Succursale ni sur l'emploi ou les conditions de travail des salariés de BNP Paribas en France.
<b>14. INFORMACIÓN SOBRE LOS PROCEDIMIENTOS MEDIANTE LOS CUALES SE DETERMINEN LAS CONDICIONES DE IMPLICACIÓN DE LOS TRABAJADORES EN LA DEFINICIÓN DE SUS DERECHOS DE PARTICIPACIÓN EN LA SOCIEDAD ABSORBENTE (ARTÍCULO 59.2.2ª DE LA LME Y ARTÍCULOS L.225-27 Y SIGUIENTES DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b>	<b>14. INFORMATIONS CONCERNANT LES PROCÉDURES DE DÉTERMINATION DES CONDITIONS D'IMPLICATION DU PERSONNEL DANS LA DÉFINITION DE SES DROITS DE PARTICIPATION DANS LA SOCIÉTÉ ABSORBANTE (ARTICLE 59.2.2 DE LA LMS ET ARTICLES L. 225-27 ET SUIVANTS DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</b>
La Fusión no tendrá incidencia sobre las condiciones de implicación de los trabajadores en la definición de sus derechos de participación en la Sociedad Absorbente.	La Fusion n'aura pas d'incidence sur les conditions d'implication du personnel dans la définition de ses droits de participation dans la Société Absorbante.
La participación de los trabajadores se lleva a cabo de acuerdo	La participation des salariés est mise en œuvre conformément





<p>con lo dispuesto en los artículos L. 225-27 y siguientes del Código de comercio francés. En este sentido, los trabajadores de la Sociedad Absorbida podrán participar en la designación de representantes de los trabajadores en el consejo de administración de BNP Paribas con ocasión de las próximas elecciones organizadas a tal efecto.</p>	<p>aux dispositions des articles L. 225-27 et suivants du Code de commerce. À cet égard, les salariés de la Société Absorbée pourront ainsi participer à la désignation de représentants des salariés au Conseil d'administration de BNP Paribas lors des prochaines élections organisées à cet effet.</p>
<p>De conformidad con lo dispuesto en el artículo L. 2372-1 del Código de trabajo francés, no se requiere la creación de ningún grupo especial de negociación en el marco de la Fusión, en la medida en que las reglas relativas a la participación de los trabajadores no son aplicables a la Sociedad Absorbida.</p>	<p>Conformément aux dispositions de l'article L. 2372-1 du Code du travail français, aucun groupe spécial de négociation ne doit être institué dans le cadre de la Fusion, dans la mesure où les règles relatives à la participation des salariés ne sont pas applicables à la Société Absorbée.</p>
<p><b>15. PUBLICACIÓN DEL PROYECTO COMÚN DE FUSIÓN (ARTÍCULO 32 DE LA LME Y ARTÍCULO R. 236-15 DEL CÓDIGO DE COMERCIO FRANCÉS)</b></p>	<p><b>15. PUBLICATION DU PROJET COMMUN DE FUSION (ARTICLE 32 DE LA LMS ET ARTICLE R. 236-15 DU CODE DE COMMERCE FRANÇAIS)</b></p>
<p>El Proyecto Común de Fusión será insertado en la página web de BNPP España, depositado en el Registro Mercantil de París, y será accesible a todos los accionistas de ambas sociedades. Además, el depósito del Proyecto Común de Fusión en el Registro Mercantil de París será publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil francés (<i>Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales</i> - "BODACC"), en el Diario de Anuncios Legales (<i>Journal d'Annonces Légales</i> - "JAL") y en el Boletín de Anuncios Legales Obligatorios (<i>Bulletin des Annonces Légales Obligatoires</i> - "BALO").</p>	<p>Le Projet Commun de Fusion sera publié sur le site Internet de BNPP España, déposé auprès du Registre du commerce et des sociétés de Paris et sera accessible par l'ensemble des actionnaires des Sociétés. De plus, le dépôt du Projet Commun de Fusion auprès du Registre du commerce et des sociétés de Paris sera publié au Bulletin officiel des annonces civiles et commerciales (ci-après, le « BODACC »), dans un Journal d'Annonces Légales (ci-après, le « JAL ») et dans le Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (ci-après, le « BALO »).</p>
<p>La inserción del Proyecto Común de Fusión en la página web de BNPP España será publicada en el Boletín Oficial del Registro Mercantil español en los términos previstos por el artículo 32 de la LME, y el anuncio del depósito del Proyecto Común de Fusión en el BODACC, el JAL y el BALO será publicado en los términos previsto por el artículo R. 236-15 del Código de comercio francés.</p>	<p>Le Projet Commun de Fusion publié sur la site Internet de BNPP España le sera également au BORME (Boletín Oficial del Registro Mercantil - Journal officiel du Registre du commerce) conformément aux termes de l'article 32 de la LMS et l'annonce du dépôt du Projet Commun de Fusion sera faite au BODACC, au JAL et au BALO conformément aux dispositions de l'article R. 236-15 du Code de commerce français.</p>
<p>Las anteriores actuaciones de publicación y depósito se harán con una antelación mínima de un mes a la fecha prevista para la celebración de la junta general de accionistas de BNPP España a la que se vaya a someter la aprobación de la Fusión.</p>	<p>La publication et le dépôt antérieurement mentionnés, se feront, respectivement, dans un délai d'un mois avant la date prévue pour la tenue de l'assemblée générale des actionnaires de BNPP España à laquelle la Fusion sera soumise aux fins de son approbation.</p>
<p><b>SECCIÓN SEGUNDA : OTRAS MENCIONES</b></p>	<p><b>SECTION DEUXIÈME : AUTRES MENTIONS</b></p>
<p><b>16. CONDICIONES DE LA FUSIÓN Y REQUISITOS LEGALES</b></p>	<p><b>16. CONDITIONS DE LA FUSION ET EXIGENCES LEGALES</b></p>
<p>Desde un punto de vista de derecho francés, la Fusión será realizada (en una fecha denominada posteriormente "Fecha de Realización de la Fusión") sujeto a la obtención, en dicha fecha, del certificado de legalidad emitido por un notario francés o por el secretario del tribunal de comercio de París, de conformidad con las disposiciones del artículo L. 236-30 del Código de comercio francés y sujeto a que los requisitos legales mencionados a continuación se hayan completado en dicha fecha (en adelante, los "Requisitos Legales"):</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- aprobación de la Fusión por la junta general de accionistas de BNPP España;</li><li>- ausencia de solicitud de convocatoria de una junta general por uno o varios accionistas que reúnan al menos el 5% del capital social de BNP Paribas en virtud de las disposiciones del artículo L. 236-11 apartado 2 del Código de comercio francés;</li></ul>	<p>D'un point de vue du droit français, la Fusion sera réalisée (à une date ci-après dénommée « Date de Réalisation de la Fusion ») sous réserve de l'obtention, à cette date, de l'attestation de légalité émise par un notaire en France ou le greffe du tribunal de commerce de Paris, conformément aux dispositions de l'article L. 236-30 du Code de commerce français et sous réserve que les exigences légales ci-dessous aient été réalisées à cette date (ci-après dénommées les « Exigences Légales »):</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- approbation de la Fusion par l'assemblée générale de BNPP España;</li><li>- absence de demande de tenue d'une assemblée générale par un ou plusieurs actionnaires réunissant au moins 5% du capital social de BNP Paribas en vertu des dispositions de l'article L. 236-11 alinéa 2 du Code de</li></ul>

15/29

U08120188

<ul style="list-style-type: none"> <li>- autorización de la Fusión por el Ministerio de Economía de España; y</li> <li>- la inscripción de la escritura pública de la Fusión en el Registro Mercantil de Madrid con la consiguiente entrega por parte del Registro Mercantil del certificado previsto en el artículo 64 de la LME.</li> </ul>	<p>commerce français;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- autorisation de la Fusion par le Ministère de l'Economie en Espagne ; et</li> <li>- inscription de l'acte notarié (<i>escritura pública</i>) espagnol de la Fusion dans le Registre du commerce de Madrid avec pour conséquence la remise par le Registre du commerce du certificat prévu à l'article 64 de la LMS.</li> </ul>
<p>Desde un punto de vista de Derecho francés, la Fecha de Realización de la Fusión será:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- o el 31 de octubre de 2019 (23h59), si todos los Requisitos Legales han sido completados en esa fecha; o</li> <li>- si alguno de los Requisitos Legales se completa después del 31 de octubre de 2019, a las 23h59 del último día del mes en el curso del cual el último de los Requisitos Legales haya sido completado.</li> </ul>	<p>D'un point de vue du droit français, la Date de Réalisation de la Fusion sera :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- soit le 31 octobre 2019 (23h59), si toutes les Exigences Légales ont été remplies au plus tard à cette date ;</li> <li>- soit, si l'une quelconque des Exigences Légales n'est remplie qu'après le 31 octobre 2019, à 23h59 le dernier jour du mois au cours duquel la dernière des Exigences Légales aura été remplie.</li> </ul>
<p>Desde un punto de vista de derecho francés, la falta de realización del conjunto de los Requisitos Legales a más tardar el 31 de diciembre de 2019, el presente Proyecto Común de Fusión caducará.</p>	<p>D'un point de vue du droit français, à défaut de réalisation de l'ensemble des Exigences Légales au plus tard le 31 décembre 2019, le présent Projet Commun de Fusion sera caduc.</p>
<b>17. RÉGIMEN FISCAL DE LA FUSIÓN</b>	<b>17. RÉGIME FISCAL DE LA FUSION</b>
<b>17.1. Aspectos de la legislación fiscal francesa</b>	<b>17.1. Aspects de droit fiscal français</b>
(A) General	(A) Général
<p>De conformidad con el derecho francés, en lo que a BNP Paribas respecta, esta operación es realizada desde un punto de vista contable y fiscal francés por la Sucursal, dado que la acciones de BNPP España están afectas al balance contable y fiscal de la Sucursal. Por tanto, toda mención en el presente proyecto a la fusión por absorción de BNPP España por BNP Paribas o toda obligación de BNP Paribas en relación con la Fusión deberá entenderse como realizada contablemente y fiscalmente por la Sucursal.</p>	<p>Conformément au droit français, en ce qui concerne BNP Paribas, cette opération est réalisée d'un point de vue comptable et fiscal français par la Succursale, les titres de BNPP España étant affectés au bilan comptable et fiscal de la Succursale. Par conséquent, toute mention au sein du présent projet de la fusion par absorption de BNPP España par BNP Paribas ou de toute obligation de BNP Paribas au titre de la Fusion doit donc s'entendre comme étant comptablement et fiscalement réalisée par la Succursale.</p>
(B) Impuesto sobre sociedades	(B) Impôt sur les sociétés
<p>En la medida en que desde un punto de vista contable y fiscal, las acciones de BNPP España están afectas al balance de la Sucursal, los activos y pasivos de la Sociedad Absorbida serán transferidos íntegra y exclusivamente a un establecimiento permanente extranjero (en este caso, a la Sucursal) y serán recogidos en su balance local. La Fusión será considerada, de acuerdo con el artículo 209-1 del Código General de los Impuestos, como una operación extraterritorial fuera del ámbito de aplicación del impuesto sobre sociedades francés. La operación no tendrá por tanto ningún impacto fiscal a nivel de BNP Paribas en Francia y estará sometida a las reglas fiscales en vigor en España.</p>	<p>Dans la mesure où d'un point de vue comptable et fiscal, les titres de la société BNPP España sont inscrits à l'actif de la Succursale, les actifs et passifs de la Société Absorbée seront intégralement et exclusivement transférés à un établissement stable étranger (ici, la Succursale) et inscrits à son bilan local. La Fusion sera considérée conformément aux dispositions de l'article 209-1 du Code Général des Impôts comme une opération extra territoriale hors du champ d'application de l'impôt sur les sociétés français. L'opération n'aura donc pas d'impact fiscal au niveau de BNP Paribas en France et sera soumise aux règles fiscales en vigueur en Espagne.</p>
(C) Impuesto sobre el valor añadido	(C) Taxe sur la valeur ajoutée
<p>La presente Fusión se sitúa fuera del ámbito de aplicación del Impuesto sobre el Valor Añadido ("IVA") francés.</p>	<p>La présente Fusion se situe hors du champ d'application de la taxe sur la valeur ajoutée (« TVA ») française.</p>
<b>17.2. Aspectos de la legislación fiscal española</b>	<b>17.2. Aspects de droit fiscal espagnol</b>
(A) Régimen de imposición directa aplicable a la Fusión:	(A) Régime d'imposition directe applicable à la Fusion :





<p>La transmisión en bloque de los activos y pasivos de BNPP España a BNP Paribas, que los adquirirá a título de sucesión universal, en virtud de la Fusión, y la aportación de dichos activos y pasivos a la Sucursal, puede beneficiarse de la aplicación del régimen fiscal especial de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea, establecido en el Capítulo VII del Título VII de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, en la medida en que los activos y pasivos transmitidos por BNPP España quedan afectos a la Sucursal, la Fusión se realiza por motivos económicos válidos y no se pretende renunciar al régimen fiscal especial, lo que se comunicará en tiempo y forma a la Administración tributaria española.</p>	<p>La transmission des actifs et passifs de BNPP España à BNP Paribas, qui les acquerra à titre de succession universelle de patrimoine, subséquemment à la Fusion, et l'apport desdits actifs et passifs à la Succursale, peuvent bénéficier de l'application du régime fiscal spécial des fusions, scissions, apports d'actifs, échange de valeurs et changement du siège social d'une société européenne ou d'une société coopérative européenne d'un État membre à un autre État de l'Union européenne, prévu au chapitre VII du titre VII de la loi n° 27/2014, du 27 novembre 2014, relative à l'impôt sur les sociétés, dans la mesure où les actifs et les passifs transmis par BNPP España sont alloués à la Succursale, que la Fusion est effectuée pour des motifs économiques valides et que l'on ne prétend pas renoncer au régime fiscal spécial, ce qui sera communiqué dans les délais et les modalités requises à l'Administration fiscale espagnole.</p>
<p>Bajo el régimen fiscal especial, todos los activos y pasivos transmitidos por BNPP España a BNP Paribas y afectados a la Sucursal se mantendrán a efectos fiscales con mismo valor fiscal que tenían registrado en BNPP España antes de la Fusión.</p>	<p>En vertu du régime fiscal spécial, tous les actifs et passifs transmis par BNPP España à BNP Paribas et alloués à la Succursale seront maintenus à des fins fiscales à la même valeur fiscale que celle à laquelle ils étaient enregistrés dans BNPP España avant la Fusion.</p>
<p>(B) Régimen de imposición indirecta aplicable a la Fusión:</p>	<p>(B) Régime d'imposition indirecte applicable à la Fusion :</p>
<p>La Fusión no está sujeta al IVA español.</p>	<p>La Fusion n'est pas assujettie à la TVA espagnole.</p>
<p>Asimismo, la Fusión no está sujeta a la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, y está exenta de las modalidades de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados de este mismo Impuesto.</p>	<p>De surcroît, la Fusion n'est pas soumise aux droits de mutation et enregistrement applicables aux opérations réalisées par les sociétés et est exonérée de tels droits.</p>
<p><b>18. DISPOSICIONES FINALES</b></p>	<p><b>18. DISPOSITIONS FINALES</b></p>
<p><b>18.1. Formalidades</b></p>	<p><b>18.1. Formalités</b></p>
<p>Sin perjuicio de lo referido anteriormente en el presente Proyecto Común de Fusión, las Sociedades realizarán, en los plazos legalmente requeridos, todas las formalidades legales en materia de publicidad así como cualesquiera otras formalidades requeridas en el marco de la Fusión.</p>	<p>Sans préjudice de ce qui a été mentionné antérieurement dans le présent Projet Commun de Fusion, les Sociétés exécuteront, dans les délais requis par la loi, toutes les formalités légales de publicité et toutes autres formalités requises dans le cadre de la Fusion.</p>
<p>Las Sociedades se encargarán de realizar las declaraciones y formalidades necesarias ante cualesquiera administraciones, al objeto de que los bienes aportados sean inscritos a nombre de BNP Paribas.</p>	<p>Les Sociétés se chargeront de la réalisation des déclarations et formalités nécessaires auprès de toutes administrations, afin que les biens apportés soient enregistrés au nom de BNP Paribas.</p>
<p>En general, las Sociedades realizarán todas las formalidades necesarias para que la transmisión de los bienes y derechos aportados a BNP Paribas sea oponible frente a terceros.</p>	<p>En général, les Sociétés exécuteront toutes les formalités nécessaires pour que la transmission des biens et des droits apportés à BNP Paribas soit opposable aux tiers.</p>
<p><b>18.2. Entrega de documentación</b></p>	<p><b>18.2. Remise de documents</b></p>
<p>A partir de la Fecha de Realización de la Fusión, se entregarán a BNP Paribas copias certificadas de los documentos societarios de BNPP España, así como los libros de cuentas, los títulos de propiedad y cualesquiera contratos, archivos, escritos y otros documentos relativos a los bienes y derechos transmitidos por BNPP España.</p>	<p>Il sera remis à BNP Paribas, dès la Date de Réalisation de la Fusion, des copies certifiées conformes des documents sociaux de BNPP España ainsi que les livres de comptabilité, les titres de propriété et tous contrats, archives, pièces et autres documents relatifs aux biens et droits transmis par BNPP España.</p>
<p>BNP Paribas se subrogará en todos los derechos y acciones de BNPP España para obtener, a su costa, cualesquiera títulos así como copias y fotocopias de archivos, escritos y otros documentos relativos a los bienes y derechos aportados.</p>	<p>BNP Paribas sera subrogée dans les droits et actions de BNPP España pour se faire délivrer à ses frais tous titres quelconques ainsi que les copies et photocopies d'archives, pièces et autres documents relatifs aux biens et droits apportés.</p>

17/29

U08120189

18.3. Gastos	18.3. Frais
Todos los gastos, derechos y honorarios generados tras la Fusión, así como aquellos que resulten de la Fusión o pudieran ser consecuencia de ella, serán soportados por BNP Paribas a contar desde la Fecha de Realización de la Fusión.	Tous les frais, droits et honoraires occasionnés à la suite de la Fusion ainsi que ceux qui en résulteraient ou en seraient la conséquence, seront supportés par BNP Paribas à compter de la Date de Réalisation de la Fusion.
En base a lo expuesto, que incluye todos los requisitos previstos en las legislaciones española y francesa, los administradores de BNPP España y de BNP Paribas entienden que la operación atiende a los intereses de BNPP España y BNP Paribas, por lo que recomiendan su implementación.	Au vu de la teneur des présentes, qui respectent l'ensemble des conditions prévues par les législations espagnole et française, les administrateurs de BNPP España et de BNP Paribas considèrent l'opération comme conforme aux intérêts de BNPP España et de BNP Paribas et, partant, recommandent sa réalisation.
De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la LME y en derecho francés, los administradores de BNPP España y representantes de BNP Paribas debidamente apoderados, cuyos nombres se hacen constar a continuación, suscriben y refrendan este Proyecto Común de Fusión en ocho ejemplares, idénticos en su contenido y representación, que ha sido aprobado por los consejo de administración de BNPP España y BNP Paribas en sus respectivas sesiones celebradas el 28 de marzo de 2019.	Conformément aux dispositions de l'article 30 de la LMS et au droit français, les administrateurs de BNPP España et les représentants dûment habilités de BNP Paribas, dont les noms figurent ci-après, signent et paraphent le présent Projet Commun de Fusion en huit exemplaires, identiques quant à leur teneur et qualité en vertu de laquelle ils agissent, approuvé par les conseils d'administration de BNPP España et BNP Paribas lors de leurs séances respectives tenues le 28 mars 2019.